



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

Ofício Interno nº 18/2024/CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 09 de fevereiro de 2024.

Ao Superintendente de Registro de Valores Mobiliários - SRE

Assunto: **Recurso contra decisão da SRE - Oferta Pública de Aquisição de Ações de Getninja S.A. - Processos CVM nºs 19957.013926/2023-99 e 19957.000445/2024-02**

Senhor Superintendente,

### **I. Introdução**

1. Trata-se de expediente encaminhado à CVM em 12/01/2024 (1957633), por [REDACTED] ("Recorrente"), interpondo recurso ("Recurso"), nos termos da Resolução CVM nº 46/21 ("Resolução CVM 46"), contra entendimento manifestado por esta área técnica (GER-1/SRE) ao Recorrente, em 26/12/2023 (1946449), em face de consulta por ele formulada ("Consulta", 1943754) sobre a atualização do preço da oferta pública de aquisição de ações estatutária ("OPA" ou "Oferta") de Getninja S.A. ("Companhia"), realizada em observância ao disposto no art. 55, §1º, do Estatuto Social da Companhia.
2. Cumpre citar que o preço da OPA, de acordo com referido dispositivo estatutário, deveria corresponder à cotação média ponderada das ações de emissão da Companhia na B3 nos 30 pregões que antecederam a aquisição ou evento que resultou no atingimento da participação relevante (R\$ 4,61 por ação), atualizado pela taxa Selic da data do referido atingimento até a data do efetivo lançamento da OPA, ou seja, durante o período de 11/10/2023 até 12/12/2023, o que resultou no valor de R\$ 4,70 por ação.
3. Nada obstante, como o ofertante da OPA ("Reag" ou "Ofertante") adquiriu, durante o Período da OPA, que se iniciou em 11/10/2023, ações de emissão da Companhia por preço superior ao da Oferta, qual seja, R\$ 5,00 por ação, a OPA teve que ser lançada por este preço, por força do art. 21 da Resolução CVM nº 85/22 ("Resolução CVM 85"), que prevê que *"O preço por ação da OPA não pode ser inferior ao maior preço por ação pago pelo ofertante ou pessoas vinculadas em negócios realizados durante o período da OPA"*, sem que referido dispositivo preveja qualquer atualização de preço, tendo sido o nosso entendimento nessa linha, em desacordo com o entendimento do Recorrente.
4. Destaque-se que a Oferta foi lançada em 12/12/2023, tendo seu leilão ocorrido na B3 em 24/01/2023, sem que tivesse sido previamente registrada na CVM, por tratar-se de OPA voluntária.
5. Além do Recurso, foi instaurado pela SOI o Processo 19957.000445/2024-02, a partir do recebimento, em 16/01/2024, de expediente ("Reclamação", 1960655) elaborado por [REDACTED] ("Reclamante"), acionista da Companhia, solicitando a suspensão da OPA, alegando que a Ofertante seria pessoa vinculada à acionista denominada Arc Capital Ltda. ("Arc Capital"), que seriam controladores da Companhia (o que estaria em desacordo com as informações publicamente divulgadas) e que teriam ultrapassado, em conjunto, o limite de 25% de participação que ensejou a necessidade de realização da OPA, nos termos do Estatuto Social da Companhia, anteriormente a 11/10/2023, argumentando que o preço da OPA deveria ser outro (por conta da alteração da data do fato gerador da OPA), além de apontar supostas irregularidades no laudo de avaliação, elaborado de forma a cumprir com o disposto no art. 9º da Resolução CVM 85, e ainda solicitando que a CVM, caso não concordasse com as alegações em questão, determinasse a atualização do preço da OPA pela taxa Selic, em linha com o entendimento manifestado no Recurso.
6. Assim, haja vista tratarem de questões similares referentes à mesma OPA, tanto a Reclamação quanto o Recurso serão apreciados por meio deste Ofício Interno.

7. Cabe destacar que solicitamos manifestações da Ofertante (1964275), da Arc Capital (1964356) e da Apsis Consultoria Empresarial Ltda. ("Apsis", 1964371), instituição que elaborou o laudo de avaliação da Companhia, as quais se encontram transcritos adiante, sobre o teor dos referidos expedientes, naquilo que cabia a cada um.

8. Como parte da Reclamação se refere à suposta infração cometida pela Reag e Arc Capital relativa ao dever de informar sobre a existência de um grupo de controle e os deveres inerentes a este fato, conforme previstos na lei societária, encaminhamos, em 19/01/2024, o Ofício Interno nº 6/2024/CVM/SRE/GER-1 (1963010) à SEP, para as providências que julgasse cabíveis.

9. Posteriormente, em 29/01/2024, o Reclamante protocolou expediente (1969074) complementando a Reclamação, especificamente a respeito da atuação conjunta entre Reag e Arc Capital, que denotariam, em seu entendimento, a formação de um bloco de controle, tendo a SEP solicitado manifestação das partes em relação aos fatos narrados, manifestação essa que será encaminhada à CVM até 22/02/2024, de modo que, com relação a este tema em específico, o presente Ofício Interno tratará apenas daquilo que foi encaminhado inicialmente pelo Reclamante e cuja manifestação das partes já foi obtida.

10. Cumpre mencionar, ainda, que, uma vez que o Recurso não foi acompanhado de requerimento de efeito suspensivo, nos termos do art. 7º da Resolução CVM 46, esta área técnica, ao avaliar o Recurso e a Reclamação, bem como as manifestações encaminhadas em face de tais documentos, decidiu não dar efeito suspensivo de ofício ao caso, não suspendendo, dessa forma, a OPA, uma vez que entendemos que não havia *"justo receio de prejuízo de difícil ou incerta reparação decorrente da execução da decisão"*, nos termos do art. 6º da Resolução CVM 46, considerando que, caso o Colegiado da CVM venha a dar provimento ao Recurso ou concordar com as alegações apresentadas no âmbito da Reclamação, o preço poderia ser corrigido após a realização da OPA e poderia ser paga aos acionistas aceitantes da Oferta a diferença de preço que venha a ser cabível.

11. Ademais, poderia ser determinado um prazo para que houvesse aquisições supervenientes pelo Ofertante (PUT), para que aqueles acionistas que porventura não tenham aceitado a Oferta pelo preço de R\$ 5,00 por ação possam eventualmente alienar suas ações ao novo preço. Ambos os procedimentos citados são ordinariamente previstos na Resolução CVM 85 em determinadas modalidades de OPA, de modo que entendemos que seria viável de se implementar em função de eventual decisão do Colegiado contrária ao entendimento desta área técnica.

12. Dessa maneira, atuamos de forma a causar o menor impacto possível para a OPA, uma vez que, após avaliarmos as alegações apresentadas, entendemos que não cabia qualquer ajuste na Oferta, mantendo, de toda forma, a possibilidade de tal entendimento ser eventualmente reformado pelo Colegiado com seus impactos para os acionistas preservados, como se tais impactos tivessem ocorrido no âmbito da própria OPA.

## II. Manifestação da GER-1/SRE (Ofício nº 345/2023/CVM/SRE/GER-1)

13. Após analisada a consulta inicialmente protocolada pelo Recorrente, manifestamo-nos por meio do Ofício nº 345/2023/CVM/SRE/GER-1, nos seguintes termos:

*"(...)*

*1. Referimo-nos à consulta encaminhada à CVM em 15/12/2023, no âmbito da oferta pública de aquisição de ações ("OPA" ou "Oferta") de Getnínjas S.A. ("Companhia"), cujo Edital foi publicado em 12/12/2023, em face do disposto no art. 55 do Estatuto Social da Companhia, tendo como objeto a aquisição de até 34.241.917 ações ordinárias de sua emissão e como ofertante a Reag Alpha Fundo de Investimento Multimercado ("Ofertante").*

*2. A propósito, referida consulta versa sobre a necessidade de atualização do preço da OPA, de R\$ 5,00 por ação, pela taxa Selic, em observância ao disposto no art. 55, §1º, do Estatuto Social da Companhia em conjunto com o art. 21 da Resolução CVM 85.*

*3. Cumpre mencionar que o dispositivo estatutário em questão preceitua que o preço por ação a ser ofertado na OPA deve corresponder à cotação média ponderada das ações de emissão da Companhia na B3 nos 30 pregões que antecederam a aquisição ou evento que resultou no atingimento da participação relevante, atualizado pela taxa Selic da data do referido atingimento até a data do efetivo lançamento da OPA, ou seja, durante o período de 11/10/2023 até 12/12/2023, o que resulta no valor de R\$ 4,61 por ação.*

*4. Não obstante, por conta de a Ofertante ter adquirido ações a preço superior ao preço da OPA, durante o período da Oferta (mais especificamente em 13/10/2023), esta foi lançada ao preço de R\$ 5,00 por ação.*

*5. Referido preço observa ao que preceitua o art. 21 da Resolução CVM 85, abaixo transcrito:*

*"Art. 21. O preço por ação da OPA não pode ser inferior ao maior preço por ação pago pelo ofertante ou pessoas vinculadas em negócios realizados durante o período da OPA.*

*Parágrafo único. Caso o ofertante ou pessoas vinculadas adquiram ações após a divulgação do edital por preço superior ao preço ofertado, o ofertante deve, dentro de 24 (vinte e quatro)*

horas, aumentar o preço da OPA, mediante modificação do respectivo instrumento, nos termos do art. 6º."

6. Em nosso entendimento, o dispositivo supra tem o objetivo de garantir tratamento equitativo aos destinatários da OPA em relação a eventuais acionistas objeto de aquisições realizadas pelo ofertante no período de OPA, de modo que o preço da OPA não possa ser inferior ao maior preço pago pelo ofertante em tais aquisições.

7. Não obstante, referido normativo não estipulou a necessidade de atualização desse preço pela taxa Selic, tampouco por qualquer outra taxa que pudesse ser definida no Instrumento de OPA.

8. Há de se destacar, ainda, que a Resolução CVM 85 prevê especificamente a necessidade de atualização de preços pela taxa Selic, ou outra a ser definida no Edital, quando tal atualização considerou-se essencial na formulação da regra, como se verifica no inciso I e no § 2º do art. 13, no art. 18, no caput do art. 23, no caput do art. 29, no § 7º do art. 33 e no § 1º do art. 37, não havendo, portanto, essa obrigatoriedade quanto à aplicação da regra constante do art. 21.

9. Nada obstante, poderia a CVM entender, em casos plenamente justificados, que a atualização do preço previsto pelo art. 21 da Resolução CVM 85 seria importante para o cumprimento do objetivo da regra (observar o tratamento equitativo aos acionistas destinatários da OPA), especialmente naqueles casos em que o lapso temporal entre a aquisição realizada pelo ofertante e a efetiva realização da OPA possa fazer com que haja uma disparidade relevante, com relação ao valor do dinheiro no tempo, entre o preço praticado em tal aquisição e o preço praticado na data do leilão, o que não estaria ocorrendo, a nosso ver, no presente caso.

10. Ainda que o aprimoramento na regra constante do art. 21 da Resolução CVM 85 possa ser meritório, no sentido de incluir algum tipo de atualização ao preço tratado no referido dispositivo, entendemos que o aprimoramento em questão só poderia se aplicar a todos os casos após eventual alteração da regra, que se encontra atualmente como objeto de Consulta Pública, fruto da qual tal alteração poderá eventualmente ser tratada.

11. Ante o exposto, entendemos que o preço da OPA de R\$ 5,00 por ação, sendo superior ao preço determinado pela aplicação do art. 55, §1º, do Estatuto Social da Companhia atualizado pela taxa Selic (R\$ 4,61), e equivalente ao maior preço por ação pago pelo ofertante em negócios realizados durante o período da OPA (R\$ 5,00), observa plenamente os requisitos normativos e estatutários.

(...)"

### **III. Manifestação do Recorrente**

14. De forma a fundamentar seu pleito, em 12/01/2024, o Recorrente encaminhou a seguinte manifestação (1957633):

"(...)

#### **I. ESTE RECURSO EM 1 PARÁGRAFO**

1. Este recurso volta-se contra o entendimento da SRE consubstanciado no Ofício nº 345/2023/SER/GER-I, que concluiu pela não incidência de correção monetária do preço por ação fixado no edital da OPA pela Taxa Selic. Com o devido respeito, o entendimento é equivocado, porque (i) a regra que prevê a aplicação de correção monetária deve ser aplicar também nesta hipótese; (ii) o entendimento manifestado pelo Ofício não assegura o tratamento equitativo aos acionistas destinatários da OPA; (iii) não cabe à I. Área Técnica fazer um juízo de valor/de mérito sobre o que seria uma "disparidade relevante" em termos de inflação, pois qualquer perda de poder de compra da moeda é relevante e deve ser corrigida; e (iv) de qualquer modo, há sim uma "disparidade relevante" no caso, considerando-se o preço praticado na aquisição das ações pela Ofertante em 13.10.23 e o preço fixado na OPA, que será liquidado apenas em 29.01.24.

#### **II. RESUMO DOS FATOS**

2. O Requerente é acionista fundador da Getinjas S.A. ("Companhia"), titular de 12.490.912 ações, representativas de 24,59% do capital social, cuja totalidade das ações da Companhia estão sendo objeto de oferta pública de aquisição de ações ("OPA"), pelo REAG Alpha Fundo de Investimento Multimercado ("Ofertante"), por atingimento de participação relevante (poison pill) ocorrida em 11.10.23 ("fato relevante" – Anexo I), conforme obrigação prevista no art. 55 do estatuto social da Companhia (Anexo II).

3. A Ofertante publicou o edital da OPA em 12.12.23, ou seja, após o transcurso do prazo estabelecido no estatuto social<sup>[1]</sup>, tendo fixado o preço por ação da OPA, nos termos do art. 21 RCVM 85, no valor de R\$ 5,00, valor diverso do previsto estatutariamente, tendo em vista que a

*Ofertante adquiriu ações por valor superior ao previsto no estatuto social (R\$ 4,61), em 13.10.23, dois dias após o atingimento da participação (“edital” – Anexo III).*

*4. Em razão da publicação do edital da OPA e da ausência de previsão de aplicabilidade de correção monetária sob o Preço por Ação de R\$ 5,00, o Requerente formulou consulta formal à SRE questionando o entendimento desta Área Técnica acerca da necessidade de atualização do Preço por Ação previsto no edital da OPA pela Taxa Selic entre a data de aquisição das ações, pela Ofertante, por preço superior ao previsto pela regra estatutária (13.10.23), e a data de liquidação das ações na OPA (29.01.24).*

### *III. ENTENDIMENTO DO REQUERENTE*

*5. Segundo o artigo 55, §1º do estatuto social, o preço de aquisição por ação de emissão da Companhia a ser ofertado na OPA deve corresponder à cotação média ponderada das ações de emissão da Companhia na B3 nos 30 pregões que antecederem a aquisição ou evento que resultou no atingimento da participação relevante, atualizado pela Taxa Selic até a data do efetivo lançamento da OPA – de 11.10.23 a 12.12.23.*

*6. Através do procedimento estatutário, o preço da ação a ser pago pela Ofertante seria de R\$ 4,61. Tal valor foi citado como parâmetro no edital, mas não foi o fixado pela Ofertante, uma vez que, em 13.10.23, dois dias depois da divulgação do fato relevante, a Ofertante teria adquirido ações da Companhia em valor superior a R\$ 4,61 (qual seja, R\$ 5,00). Dessa forma, com base no art. 21 da RCVM 85, o montante de R\$ 5,00 passou a ser o Preço por Ação da OPA.*

*7. Contudo, o edital deixou de prever a aplicação de qualquer mecanismo de correção monetária do Preço por Ação, que, na visão do Requerente, inegavelmente deveria incidir entre o período em que se deu a aquisição de ações e a data do lançamento da opa. Isso porque o art. 55, § 1º do estatuto social prevê tal mecanismo de recomposição do valor da moeda, e que também disciplina a fixação do preço com base no art. 21 da RCVM 85, quando menos por analogia.*

*8. Diante da ausência de previsão de qualquer mecanismo de correção monetária do Preço por Ação, o entendimento do Requerente é de que o edital da OPA deveria prever a aplicação de correção monetária, pela Taxa Selic, desde a data de aquisição das ações por R\$ 5,00 (13.10.23) até a data de liquidação das ações da OPA (29.01.24).*

*9. Tal entendimento é lastreado sobretudo pelo art. 55, §1º[2] do estatuto social da companhia, que prevê um mecanismo de recomposição do valor da moeda pela Taxa Selic e, quando menos por analogia, disciplina também a fixação do preço por ação com base no art. 21 da RCVM 85.*

*10. Não poderia ser diferente: o suporte fático que justifica a norma estatutária é rigorosamente o mesmo nas duas situações. Em ambas o preço ofertado toma por base um determinado preço fixado no passado e que, por isso, justifica ser objeto de correção monetária. A regra busca estabelecer o tratamento isonômico entre os acionistas, mediante a atualização do preço da ação pela Taxa Selic desde o atingimento da participação relevante até a publicação do edital. Não há fundamento jurídico para que a referida norma seja aplicada exclusivamente em um dos casos e não em ambos.*

*11. Da forma que o Preço por Ação se encontra previsto no edital, os acionistas que terão as suas ações liquidadas em 29.01.24 receberão o mesmo valor que os acionistas que tiveram as suas ações adquiridas pela Ofertante em 13.10.23. Isso significa que esses acionistas já estão no domínio de tais valores enquanto a maioria está à espera da liquidação da OPA.*

*12. Data venia ao entendimento da SRE, qual tratamento igualitário entre os acionistas é vislumbrado no presente caso pela I. Área Técnica? Quando o mesmo preço pago por ação a um acionista, já dentro do período da OPA, será o mesmo pago 108 dias depois a todos os destinatários da OPA? É evidente que não.*

*13. Além disso, o Requerente entende que não cabe à SRE fazer um juízo de valor/mérito sobre o que seria uma “disparidade relevante” a justificar, caso a caso, a incidência de correção monetária. Em um país como o Brasil, em que existe inflação, é imprescindível a correção do poder de compra da moeda. Por isso, pouco importa se transcorreram poucos ou muitos dias entre aqueles eventos: qualquer perda inflacionária deve ser objeto de recomposição.*

*14. De todo modo, é importante dizer que há, sim, uma “disparidade relevante” no caso em análise, uma vez que o preço praticado na aquisição das ações pela Ofertante em 13.10.23 e o preço fixado na OPA, que será liquidado apenas em 29.01.24.*

### *IV. CONCLUSÃO*

*15. Em razão dos argumentos acima, o Requerente, respeitosamente, solicita que a SRE reconsidere a opinião manifestada no Ofício, reconhecendo que o Preço por Ação fixado no edital da OPA deverá prever, atualização monetária, como manifestado em sua consulta.*

16. Não obstante, considerando que se trata da primeira OPA por poison pill no mercado de capitais brasileiro, o Requerente solicita que a I. Área Técnica verifique, pelos meios cabíveis, se a Ofertante ou parte relacionada sua adquiriu quaisquer ações da Companhia por valor superior a R\$ 5,00 após o início do período da OPA (11.10.23).

17. Por fim, caso a I. Área Técnica reitere o entendimento exaurado no Ofício, o Requerente solicita que o presente recurso seja encaminhado para apreciação do Colegiado desta Autarquia, nos termos do art. 2º e 4º, § único da RCV 46."

### **III. Manifestação da Ofertante**

15. Quando o tema em questão nos foi trazido pelo Recorrente inicialmente, por meio de consulta (1943754), solicitamos a manifestação da Ofertante, por meio do Ofício nº 341/2023/CVM/SRE/GER-1 (1943785).

16. Uma vez que o Recurso substancialmente reitera os argumentos apresentados por meio da Consulta, entendemos pela desnecessidade de pedir nova manifestação ao Ofertante sobre o mesmo assunto. Dessa forma, transcrevemos abaixo a manifestação do Ofertante encaminhada em face da consulta inicialmente trazida pelo Recorrente:

"2. Por meio da Consulta, o Sr. ████████ defendeu, em linhas gerais que (i) o preço de aquisição por ação de emissão da Companhia para fins da OPA, fixado com base no art. 55, §1º do Estatuto Social da Companhia, seria determinado com base na "cotação média ponderada das ações de emissão da Companhia na B3 nos 30 pregões que antecederem a aquisição ou evento que resultou no atingimento de participação relevante, **atualizado pela Taxa Selic** até a data do efetivo lançamento da OPA por Atingimento de Participação Relevante" [3], isto é, de 11.10.2023 a 12.12.2023, (ii) de forma que o preço de R\$ 5,00 (cinco reais) previsto no Edital da OPA, determinado de acordo com o preço mínimo previsto no art. 21 da Resolução CVM no. 85/2022 ("RCVM 85"), também deveria ser atualizado pela Taxa Selic, entre "11.10.23 (data de aquisição das ações por R\$5,00) e a data de liquidação da OPA (31.01.24)".

3. Feito este intróito, em atendimento ao Ofício e em atenção ao espírito colaborativo que sempre regeu a relação com essa d. Autarquia, a REAG apresenta os seguintes esclarecimentos.

4. Primeiramente, mister se faz distinguir as regras normativa e estatutária incidentes na OPA, as quais possuem objetivos próprios e não se confundem entre si.

5. Conforme descrito no item 3.2 do Edital, o preço por ação ordinária de emissão da Companhia no âmbito da OPA ("Preço por Ação") foi fixado considerando o maior valor entre (i) o maior preço por ação pago pelo Ofertante em negócios realizados após 11.10.2023, considerando o período da OPA (iniciado na data do primeiro fato relevante sobre a realização da OPA - "Fato Relevante OPA" [4]), qual seja R\$5,00 (cinco reais), conforme operações de compra realizadas em 13 de outubro de 2023 [5] e (ii) a cotação média ponderada das ações de emissão da Companhia na B3 nos 30 (trinta) pregões que antecederam a aquisição que resultou no atingimento de Participação Relevante (i.e., de 29 de agosto de 2023 (inclusive) a 10 de outubro de 2023 (inclusive)), atualizada pela Taxa SELIC desde a data do atingimento desta Participação Relevante até a data do efetivo lançamento da Oferta (i.e., de 11 de outubro de 2023 até a presente data – 12 de dezembro de 2023), que corresponde ao valor de R\$4,61 (quatro reais e sessenta e um centavos) [6].

6. Temos, portanto, duas regras distintas e alternativas que poderiam determinar o Preço por Ação, quais sejam, a regra do art. 21 da RCV 85 e a regra do art. 55, §1º do Estatuto Social da Companhia. Originalmente, o art. 55, §1º do Estatuto Social determinaria o preço da OPA. No entanto, aplicada a regra do art. 21, a regra estatutária é afastada, sendo o preço da OPA determinado exclusivamente com base no preço da aquisição realizada pela ofertante.

7. Isso porque, de acordo com o caput do art. 21 da RCV 85, o "preço por ação da OPA não pode ser inferior ao maior preço por ação pago pelo ofertante ou pessoas vinculadas em negócios realizados durante o período da OPA". O dispositivo, previsto no Capítulo III da RCV 85 ("Procedimento Geral de OPA") determina que, independente do tipo de OPA e da fórmula de cálculo do preço, o preço original deve ser substituído caso ocorrida a hipótese prevista.

8. Esta regra já era prevista no art. 15-B da antiga instrução CVM no. 361/2002 ("ICVM 361"), incluído pela Instrução CVM 487/2010 ("ICVM 487") e, nos termos do Edital de Audiência Pública SDM 02/10, que resultou na edição da ICVM 487, faz parte do conjunto regulatório de salvaguardas, vedações e restrições que tem como objetivos principais evitar distorções no resultado das OPAs em favor de certos acionistas, garantindo tratamento equitativo aos destinatários da OPA. Conforme previsto em referido edital, a inclusão da regra contida no antigo art. 15-B da ICVM 361 (atual art. 21 da RCV 85) teve por base as melhores práticas internacionais, tendo essa d. CVM destacado que, na "Diretiva Europeia (art. 5º, item 4), 'se depois de a oferta ser tornada pública mas antes do termo do prazo de aceitação da mesma, o ofertante ou qualquer pessoa que com ele

atue venha a adquirir valores mobiliários acima do preço da oferta, o ofertante deve aumentar o valor da OPA até um preço não inferior ao preço mais alto pago pelos valores mobiliários assim adquiridos”[7].

9. A regra prevista no art. 21 da RCVM 85 fixa, assim, um preço mínimo para as oferta públicas de aquisição de ações, garantindo aos acionistas da Companhia a quem a oferta é dirigida que, caso, por qualquer motivo, o ofertante venha a adquirir ações da Companhia entre a data de anúncio da OPA e a realização do respectivo leilão por valor superior ao preço de aquisição proposto na OPA, este deverá aumentar o preço da OPA para estender aos demais acionistas o mesmo preço a maior pago, evitando, assim, tratamento privilegiado para os acionistas que venderem suas ações ao ofertante fora do leilão da OPA.

10. Cabe frisar que a regra do art. 21 impõe um preço que, se superior ao preço original de qualquer OPA, o substitui, – seja este preço original previsto em lei, na regulamentação da CVM ou no estatuto social da companhia. Em nenhuma hipótese o art. 21 da RCVM 85 pode ser combinado com a regra do preço original, porque seria impossível determinar como essa combinação se daria e em que limites cada regra seria adotada ou afastada.

11. O art. 55 do Estatuto Social da Companhia, por sua vez, tem por objetivo desincentivar a aquisição de participação relevante, entendida como tal, no caso específico da Companhia, a participação igual ou superior a 25% de seu capital social. Disposições estatutárias deste tipo são conhecidas popularmente no mercado como cláusulas de “poison pill” e para que o desincentivo seja mais efetivo, não basta a simples previsão de obrigação de realização de uma oferta pública de aquisição de ações, mas também que seja determinado o preço pelo qual esta oferta será lançada, funcionando o mecanismo com uma verdadeira opção de venda de ações da Companhia, com prazo e preço pré determinados, cabendo àquele que pretenda adquirir participação relevante na Companhia avaliar se está disposto ou não a arcar com este ônus adicional. Ou seja, diferente das OPAs obrigatórias criadas pela Lei nº 6.404/1976 e pela RCVM 85, no caso da OPA prevista pelo art. 55 Estatuto Social se trata de uma iniciativa da assembleia geral da companhia, relacionada à dispersão das ações e aos direitos políticos de seus detentores.

12. Obedecidas as regras para aprovação de alterações ao estatuto social da Companhia, a assembleia geral é livre para fixar a forma de cálculo deste preço nas cláusulas estatutárias de poison pill, não impondo a legislação aplicável ou a CVM qualquer restrição a este respeito. Assim, apesar de ser muito comum que este preço esteja baseado na cotação passada das ações no mercado, em razão de sua maior objetividade e rapidez de apuração, como é o caso do estatuto social da Companhia (art. 55, §1º), nada impede que os acionistas optem por prever no estatuto social outra metodologia para fixação do preço de aquisição nestas situações, como, por exemplo, múltiplos de EBITDA, fluxo de caixa descontado, valor do último aumento de capital corrigido ou valor patrimonial, ou mesmo prever um ágio sobre qualquer destes valores.

13. O objetivo do art. 55, §1º do estatuto social da Companhia é, portanto, o de fixar o preço de aquisição de ações na OPA por atingimento de participação relevante em valor que, no entendimento dos acionistas que aprovaram sua redação, torne mais onerosa a formação de uma participação de controle, incentivando a dispersão acionária.

14. Em um exercício hipotético: se o §1º do art. 55 do estatuto social da Companhia previsse que o preço de aquisição das ações na OPA deveria ser calculado com base em um múltiplo de EBITDA ou no fluxo de caixa descontado da Companhia, esta metodologia deveria ser combinada com o cálculo do Preço por Ação nos termos do art. 21 da RCVM 85? Entendemos que não, pois são regras que servem propósitos diversos e que devem ser aplicadas de forma alternativa.

15. Como já esclarecido, os objetivos das duas regras aqui postas são completamente diferentes e, com o perdão da repetição, é preciso deixar claro: ao passo que o art. 55 do Estatuto Social existe para fixar o preço da opção de venda (put) do poison pill, de modo a desincentivar a formação de um bloco de controle e oferecer maior previsibilidade ao acionista que busque atingir a participação relevante; o art. 21 da RCVM 85 reflete a garantia do tratamento equitativo dos acionistas destinatários da OPA após o anúncio da OPA.

16. Nota-se, portanto, que o preço ofertado pela REAG em seu Edital da OPA cumpre estritamente a supratranscrita previsão normativa da RCVM 85 que **não prevê qualquer correção monetária** sobre o preço ofertado - o silêncio neste caso é eloquente: quisesse a autarquia prever a incidência de atualizações monetárias entre a data da aquisição de ação por preço maior e o final do período da OPA, a redação do artigo certamente teria sido outra. Não há que se falar em aplicação de regras do art. 55 do Estatuto Social, notadamente a previsão de correção monetária, quando do cálculo do Preço por Ação com base no referido artigo da RCVM 85.

17. No mesmo sentido, vale mencionar que a RCVM 85 prevê expressamente a correção monetária do preço da OPA em outras situações, como por exemplo no caso de (i) OPA para cancelamento de

registro realizada após menos de um ano contado da última subscrição pública com ingresso de novos acionistas (art. 23); e (i) OPA por alienação de controle com pagamento em dinheiro (art. 33, §7º). Este fato torna ainda mais evidente a intenção da autarquia de não prever disposição relativa à correção monetária no caso do art. 21 da RCVM 85.

18. Por fim, vale mencionar precedente desta Autarquia no âmbito da realização da oferta pública de aquisição de ações da ATOM Participações S.A. ("Atom"), concluída em 11.01.2016 e que foi objeto do PAS CVM SEI no. 19957.001434/2018-93 ("OPA Atom"). Nesta operação, a OPA Atom foi resultado de operação de alienação de controle da Atom e, após seu lançamento, em 26.05.2015, pelo valor de R\$ 0,02303398 por ação, correspondente ao valor pago ao controlador, a ofertante e suas partes relacionadas adquiriram ações no mercado por valor superior ao previsto no edital, sendo o preço máximo pago R\$0,06 por ação.

19. Na ocasião, a Superintendência de Registros da CVM (SRE) foi alertada pela então BM&F Bovespa (atual B3) sobre a realização de tais operações de compra e entendeu que elas importaram em desenquadramento da OPA Atom com relação ao disposto no art. 15-B da ICVM nº 361 (cuja redação é igual à do atual art. 21 da RCVM 85). Esta irregularidade foi considerada sanada com o ajuste, por parte do ofertante, do preço da oferta para o valor de R\$ 0,06, **sem aplicação de qualquer correção monetária**, não obstante tal correção fosse aplicável em relação ao valor original da oferta[8] de R\$ 0,02303398, conforme se verifica a partir da versão original do edital da OPA Atom divulgado em 26.05.2015[9] e de seu aditivo divulgado em 31.12.2015[10].

20. Por todo o acima exposto, a tentativa do Sr. [REDACTED] de aumentar o Preço por Ação previsto no edital da OPA divulgado em 12.12.2023 é descabida e inadequada, de modo que a REAG requer a essa d. CVM que reconheça que não é aplicável qualquer correção monetária do preço de R\$5,00 previsto em referido edital e fixado em atenção ao disposto no art. 21 da RCVM 85.

(...)"

#### **IV. Manifestação do Reclamante**

17. Conforme expusemos na seção introdutória do presente documento, em paralelo ao Recurso, houve o protocolo da Reclamação, tratando de outros temas atinentes à Oferta, mas também solicitando a atualização do preço da OPA em linha com o Recorrente. Transcrevemos abaixo a Reclamação (1960655) com os grifos originais:

' [REDACTED] (...), acionista minoritário da GETNINJAS S.A., Companhia de Capital Aberto – Código CVM 02588-7, inscrita no CNPJ n.º 14.127.813/0001-51, com fundamento nos artigos 9º, inciso V, da Lei n.º 6.385/76, vem fazer **denúncia da prática de atos prejudiciais aos acionistas minoritários da GETNINJAS S.A.**, perpetrados pela **REAG ALPHA FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO**, fundo de investimento multimercado, inscrito no CNPJ sob o n.º 33.736.993/0001-13, representado por sua administradora **REAG DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.**, sociedade anônima, inscrita no CNPJ sob o n.º 34.829.992/0001-86, com sede na Avenida Brigadeiro Faria Lima, n.º 2.277, 17º andar, conj. 1702, CEP 01451-000, na cidade de São Paulo, Estado de São Paulo (doravante denominadas, em conjunto, "REAG"); e **ARC CAPITAL LTDA.**, sociedade empresária limitada, inscrita no CNPJ sob o n.º 27.690.986/0001-25, com sede na Avenida Brigadeiro Faria Lima, n.º 2.277, conj. 1501, CEP 01451-000, na cidade de São Paulo, Estado de São Paulo (doravante denominada "ARC Capital"); bem como **requerer a instauração de inquérito administrativo para apurar as infrações a normas do mercado de valores mobiliários.** Desde já, o Denunciante pede, também, com fundamento no artigo 9º, §1º, incisos I e IV, da Lei n.º 6.385/76, que esta **COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS adote as medidas necessárias para suspender a OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO de ações da GETNINJAS promovida pela REAG ALPHA FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO.** tendo em vista os prejuízos que a efetivação do leilão poderá acarretar aos acionistas minoritários da GETNINJAS, como será a seguir exposto.

#### **I. SITUAÇÃO ATUAL DA GETNINJAS**

**01.** A GETNINJAS é o maior marketplace de serviços do país, líder de mercado, presente em 4 mil cidades do Brasil, com 5,1 milhões de profissionais cadastrados e mais de 4 milhões de solicitações de serviços por ano. Possui uma nota de reputação de 9,0/10 no Reclame Aqui, bastante alta para um marketplace[11], e detém o selo RA1000, classificação máxima do Reclame Aqui.

**02.** Após passar por um período de pandemia difícil, quando a demanda por serviços no Brasil caiu de modo muito forte, a GETNINJAS vem otimizando a plataforma, os investimentos em marketing e os gastos com funcionários.

**03.** Todo o esforço despendido ao longo desse período já começou a dar resultados: o terceiro trimestre de 2023 foi caracterizado pela primeira geração de caixa da Companhia, 2º trimestre de

lucro líquido consecutivo da história da Companhia (R\$ 4,2 milhões no 3T2023) e quase três vezes o lucro do trimestre anterior (R\$ 1,5 milhão no 2T2023).

04. Em 20 de setembro de 2023, por meio de divulgação de fato relevante, a GETNINJAS anunciou que seu conselho de administração aprovava a proposta de redução de capital da companhia (Anexo 01 – Fato Relevante – Redução de capital), a ser deliberada em Assembleia Geral Extraordinária, no valor de R\$ 223.506.874,80 (duzentos e vinte e três milhões, quinhentos e seis mil, oitocentos e setenta e quatro reais e oitenta centavos), correspondente a R\$ 4,40 (quatro reais e quarenta centavos) por ação, sem cancelamento de ações, o que representaria, tão somente, a distribuição de capital excedente existente em caixa.

05. Importa destacar que a mencionada redução de capital seria extremamente benéfica para seus acionistas, principalmente os minoritários, tendo em vista que, por uma incongruência do mercado, o valor das ações da GETNINJAS estava abaixo do valor do **caixa líquido** da empresa.

06. À época do anúncio, o Sr. [REDAZIDA] era o Diretor Presidente da GETNINJAS S.A, que possuía a seguinte distribuição acionária:

**Tabela 1** – Posição acionária da GETNINJAS no anúncio da intenção de realizar a redução de capital

Acionista da GETNINJAS S.A	Percentual das Ações Ordinárias
[REDAZIDA]	19,12%
KINDERHOOK 2 LP – BANCO BTG PACTUAL S.A	9,09%
OCEANA INVESTIMENTOS	9,05%
INDIE CAPITAL INVESTIMENTOS LTDA	8,94%
ALPHA KEY CAPITAL MANAGMENT INVESTIMENTOS LTDA	7,86%
FIP DEVELOPMENT FUND WAREHOUSE	6,31%
R6 CAPITAL II LLC	5,50%
REAG INVESTIMENTOS S.A	5,07%
Outros	29,06%
Total	100,00%

Fonte: elaboração própria com base nos dados da B3

07. Entretanto, logo após o anúncio de redução de capital, foi possível observar uma reorganização da distribuição acionária, com o crescimento da participação da REAG e surgimento da ARC Capital, as quais perceberam a discrepância entre o capital líquido em caixa da GETNINJAS e o valor de mercado de suas ações.

08. Atualmente, a distribuição das ações da GETNINJAS se dá da seguinte forma:

**Tabela 2** – Posição acionária da GetNinjas de acordo com o último dado da B3 (21/12/2023)

Acionista da GETNINJAS S.A	Percentual das Ações Ordinárias
REAG INVESTIMENTOS S.A.	32,15%
[REDAZIDA]	24,59%
ARC CAPITAL LTDA	23,49%
Outros	19,77%
Total	100,00%

Fonte: elaboração própria com base nos dados da B3

09. Ato contínuo, em 12 de dezembro de 2023, a **REAG ALPHA FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO**, fundo de investimento multimercado, representado por sua administradora **REAG DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A**, lançou edital de oferta pública de aquisição de ações ordinárias de emissão da GETNINJAS, com o objetivo de aquisição de até a totalidade das ações ordinárias emitidas e em circulação da GETNINJAS, pelo preço de R\$ 5,00 (cinco reais) por ação.

10. Ocorre que a análise da situação fática revela indícios de que a atuação da REAG vem ocorrendo em conjunto com a ARC Capital, caracterizando-os como Grupo de Acionistas, nos termos dos artigos 116 e 116-A da lei n.º 6404/76, fato que não foi noticiado publicamente e tem prejudicado os acionistas minoritários da GETNINJAS, tendo em vista que, nos termos do artigo 55 do Estatuto Social da GETNINJAS, desde o momento em que o Grupo de Acionistas adquiriu mais de 25% do controle acionário da empresa, deveria ter sido feita imediatamente oferta de aquisição pública de ações, o que ocorreu em algum período anterior ao atingimento de 25% pela REAG.

## **II. DA POSSÍVEL NULIDADE DA OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DAS AÇÕES DA GETNINJAS ATUAL PELA ATUAÇÃO EM CONJUNTO DOS FUNDOS ADQUIRENTES**

11. Conforme narrado anteriormente, após o anúncio da redução de capital, através da distribuição do caixa da GETNINJAS, aconteceram mudanças significativas na composição dos acionistas da empresa, os quais ensejaram, em 11 de outubro de 2023, a divulgação de fato relevante, pelo Diretor Presidente, [REDAZIDA] questionando a existência de relações entre a REAG, ARC Capital e WEALTH HIGH GOVERNANCE CAPITAL LTDA, tendo em vista a possibilidade de eventuais relações entre as acionistas representar a reunião de mais de 25% das ações sob o controle de um único grupo de acionistas, o que exigiria a realização imediata de oferta pública de aquisição, por força de previsão no estatuto social da GETNINJAS (Anexo 02 – Fato relevante – Relacionamento entre REAG e ARC Capital).

12. Em seguida, a REAG e a ARC Capital, que coincidentemente possuem sede no mesmo endereço, negaram integrar um mesmo grupo de acionistas, porém, os eventos a seguir descritos permitem concluir que há, no mínimo, uma relação profissional próxima entre a REAG e a ARC Capital, que não foi devidamente publicizada e que vem prejudicando sobremaneira os acionistas minoritários.

**II.1. Rejeição da proposta de redução de capital. Atuação conjunta da REAG e ARC CAPITAL em todas as Assembleias da GETNINJAS realizadas após o anúncio de distribuição do caixa excedente da empresa.**

13. Após o anúncio da redução de capital que implicaria na distribuição de R\$ 4,40 (quatro reais e quarenta centavos) por ação, do valor que dizia respeito ao caixa líquido da GETNINJAS, em todas as Assembleias convocadas pela GETNINJAS, a REAG e a ARC CAPITAL votaram juntas, em votações, inclusive, extremamente relevantes e que causaram forte impacto nos interesses dos acionistas minoritários.

14. Em 23/10/2023, a REAG e ARC Capital votaram pela rejeição da redução de capital (Anexo 03 – Mapa final de votação detalhado da AGE de 23.10.2023), resumido na Tabela 3, e em 21/11/2023 votaram, **juntas** pela destituição dos membros do Conselho de Administração da Companhia (Anexo 04 – Mapa final de votação sintético da AGE de 21.11.2023).

**Tabela 3 – Mapa detalhado de votação da AGE, de 23/10/2023, dando ênfase, em vermelho, à deliberação de n.º 1 – Redução do Capital para distribuir o caixa excedente**

CPF/CNPJ Deliberação primeiros dígitos) [12]	Identificação	Quantidade de Votos	Valor
1 06446	[REDAZIDA]	12.502.912	Aprovado
2 06446	[REDAZIDA]	12.502.912	Aprovado
3 06446	[REDAZIDA]	12.502.912	Abster-se
4 06446	[REDAZIDA]	12.502.912	Abster-se
1 31525	ARC Capital	5.009.400	Rejeitado
3 31525	ARC Capital	5.009.400	Abster-se
4 31525	ARC Capital	5.009.400	Abster-se
1 31611	WHG (Arctic) – ARC Capital	4.000.000	Rejeitado
2 31611	WHG (Arctic) – ARC Capital	4.000.000	Rejeitado
1 33736	REAG	15.237.000	Rejeitado
2 33736	REAG	15.237.000	Rejeitado
3 33736	REAG	15.237.000	Aprovado
4 33736	REAG	15.237.000	Aprovado

Fonte: Elaboração própria com base no Mapa final de votação detalhado da Assembleia Geral Extraordinária de 23/10/2023, disponível no site de RI da GetNinjas

15. Por fim, a harmonia entre a REAG e ARC CAPITAL e o controle total da Companhia se fizeram presente quando o ex-Diretor Presidente e fundador da Companhia foi afastado de sua função original, em 27 de novembro de 2023.

16. Ou seja, em decorrência da atuação conjunta da REAG e ARC Capital, foi cancelada a distribuição do caixa excedente, anunciada em 20 de setembro de 2023, a qual, importante lembrar, promoveria distribuição de dinheiro em caixa superior ao valor de mercado das ações da GETNINJAS à época, o que beneficiaria os acionistas minoritários.

17. Observando todos os acontecimentos recentes, verifica-se que a REAG passou de uma participação nula no capital da GETNINJAS para 25,004% em intervalo de tempo muito curto, acompanhado pelo aumento súbito de participação da ARC Capital, o que contribuiu para a destituição dos cargos de Diretor Presidente, do Sr. [REDAZIDA] e para a destituição do Sr. [REDAZIDA], do cargo de Diretor Financeiro, tendo sido

indicados substitutos, em comum acordo entre a REAG e a ARC Capital, novos executivos para os cargos vagos.

18. A integral concordância das Denunciadas em todas as deliberações da GETNINJAS representa um forte indício de sua atuação conjunta em busca de fins econômicos comuns, que só se justificariam se integrantes de um mesmo Grupo de Acionistas.

**19. Por exemplo, caso estivesse atuando separadamente e tentando, individualmente, adquirir para si o melhor retorno dos investimentos na GETNINJAS, a ARC Capital poderia ter votado pela redução do capital, ter recebido R\$ 4,40 por ação e, após, ter aceitado a oferta pública de aquisição pela média ponderada dos preços de fechamento (R\$ 4,61, que depois foi atualizado para R\$ 5,00) da REAG. Assim, teria conseguido R\$ 9,40 por ação em vez dos R\$ 5,00 propostos na oferta pública de aquisição promovida pela REAG.**

20. Apesar disso, não houve sequer proposta de oferta pública de aquisição concorrente pela ARC Capital, pelo contrário, o fundo parece estar bem satisfeito com a proposta atual.

## **II.2. Atuação conjunta da REAG e da ARC Capital exposta em negócios fora da GETNINJAS**

21. Como se pode ver no APÊNDICE 1 – LINHA DO TEMPO, no dia 13 de outubro de 2023, dia em que a REAG atingiu 29,99% de participação no capital da GETNINJAS, as ARC Capital e REAG lançaram, **juntas**, o fundo **ARC DIP JS FUNDO DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS NÃO PADRONIZADO**, sendo a REAG a administradora e a ARC Capital a gestora (Anexo 05 - Regulamento do ARC DIP JS FIDC).

22. Não bastasse isso, no dia 08 de novembro de 2023 foi feito o primeiro aporte em mais um fundo, o **ARCTIC II FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO INVESTIMENTO NO EXTERIOR**, cujo regulamento data de 16/10/2023, sendo novamente a REAG a administradora e a ARC Capital a gestora (Anexo 06 – Print Ambima e Anexo 07 – Regulamento do ARCTIC II).

23. Em outras palavras, a REAG e ARC Capital, apesar de negarem integrar um mesmo grupo de acionistas controladores da GETNINJAS, além de não esconderem a sua integral concordância em todas as assembleias da empresa, fora dela, também são responsáveis por operações conjuntas que movimentam milhões de reais, e, não bastasse, possuem até mesmo a sede no mesmo prédio, porém em andares diferentes, o que, de fato, não é uma evidência de sua sociedade, mas serve como mais um indício de sua proximidade e explicação de seus interesses comuns.

## **III. DOS PREJUÍZOS DA ATUAÇÃO CONJUNTA DA REAG E ARC CAPITAL PARA OS ACIONISTAS MINORITÁRIOS DA GETNINJAS**

### **III.1. Rejeição da proposta da redução de capital em prejuízo dos investidores minoritários.**

24. Tal qual exposto anteriormente, caso estivessem atuando separadamente e tentando, individualmente, adquirir para si o melhor retorno dos investimentos na GETNINJAS, as ARC Capital e REAG deveriam ter adotado estratégias diferentes das que vêm implementando desde o anúncio da redução de capital da GETNINJAS em meados de 2023.

25. Todos os acionistas da GETNINJAS se beneficiariam com a distribuição do montante líquido em caixa, especialmente os minoritários, o que não seria diferente para a ARC Capital que, sem qualquer motivo, se opôs à redução de capital, quando poderia ter sido beneficiada com a distribuição de R\$ 4,40 (quatro reais e quarenta centavos) por ação e, após, ter aceitado a oferta pública de aquisição pela média ponderada dos preços de fechamento (R\$ 4,61, que depois foi atualizado para R\$ 5,00) da REAG. Assim, teria conseguido R\$ 9,40 por ação em vez de R\$ 5,00.

26. Em reportagem do Valor Econômico[13], A ARC Capital chegou a afirmar que “não tem vínculo com a REAG e que comprou ações da GetNinjas porque viu que a empresa estava valendo menos do que tem em caixa”. Novamente, se essa era a intenção de compra, por a empresa estar valendo “menos do que tem em caixa”, por que não aceitar a redução de capital proposta pela Administração da Companhia, receber R\$ 4,40, e ainda ter à disposição, uma futura OPA da REAG? Simplesmente não faz sentido.

27. Para todos os acionistas minoritários, bem como para o restante do mercado, ficou evidente que ARC Capital e REAG estão agindo em conjunto, o que influenciou diretamente no valor da ação da GETNINJAS.

28. Como esperar que o mercado precificasse corretamente o ativo se o mercado entendia que a REAG e a ARC Capital estariam atuando juntas para adquirir o controle da empresa, mas estavam negando tal fato extremamente relevante? Ora, quais seriam as chances de os acionistas remanescentes terem algum poder se, de fato, REAG e ARC Capital já detinham a maioria das ações? Isso acabou gerando um panic selling, permitindo que as Denunciadas aumentassem ainda

mais suas posições, sem que o preço subisse muito. Como garantir que, de fato, o mercado precificou corretamente a empresa nesse cenário?

29. Ou seja, o cancelamento da redução de capital foi prejudicial aos acionistas minoritários, que não tiveram seu capital remunerado com a distribuição de caixa líquido, representativo da boa saúde econômica da GETNINJAS, além de que serão obrigados a se desfazer de suas ações por um preço que não representa o valor real da empresa, devido a uma irracionalidade do mercado, agravada, posteriormente, por uma descrença decorrente da atuação suspeita de duas das maiores acionistas da empresa, REAG e ARC Capital, que, no ápice de sua estratégia para extrair o máximo possível (conjuntamente) de seus investimentos na GETNINJAS, estão promovendo (através de apenas uma das acionistas) uma OPA que desconsidera o caixa líquido que esteve prestes a ser distribuído entre os acionistas e precifica a GETNINJAS com base nos cálculos mais prejudiciais possíveis para os acionistas minoritários, o que será a seguir explicado.

### **III.2. Dos vícios no Laudo de Avaliação que acompanha a Oferta Pública de Aquisição das ações da GETNINJAS promovida pela REAG**

30. Depois de votar contra a redução de capital que confirmava uma avaliação equivocada do preço das ações da GETNINJAS, já que ensejaria uma distribuição de capital superior ao valor de mercado das ações ordinárias da empresa a REAG, em 12 de dezembro de 2023, lançou edital de oferta pública de aquisição de ações ordinárias de emissão da GETNINJAS, com o objetivo de aquisição de até a totalidade das ações ordinárias emitidas e em circulação da GETNINJAS, pelo preço de R\$ 5,00 (cinco reais) por ação.

31. De acordo com o laudo de avaliação (Anexo 08 – Laudo de Avaliação da GETNINJAS), o Avaliador (APSYS) elegeu o método de precificação de preço médio ponderado, utilizando-se do princípio de *arm's length*, conforme exposto na “Seção 9. Conclusão” do relatório, sob o argumento de que:

Os avaliadores entendem que a metodologia do preço médio ponderado das ações é o critério mais adequado para determinar o preço justo das ações da companhia. No conhecimento dos avaliadores, todas as metodologias são baseadas em negociações entre partes independentes, conhecedoras do negócio, livre de pressões ou outros interesses que não a essência da transação e, por essas características, são consideradas como “*arm's length*”. Cumpre destacar que a metodologia escolhida na conclusão do Relatório, que considera o preço médio ponderado das ações entre a data de publicação do Fato Relevante e o último dia útil antes da emissão do laudo, apresentou baixíssimas variações se comparada aos últimos pregões anteriores à divulgação do Fato Relevante [anúncio da OPA]. Dessa forma, não houve impacto relevante na precificação do ativo na bolsa de valores, permanecendo o referido período dentro do conceito de “*arm's length*”.

32. No entanto, como poderia o mercado precificar corretamente a empresa se já era de conhecimento dele que a REAG e a ARC Capital estariam atuando juntas e que, por estarem juntas, já detinham o controle de fato da empresa? Isso acabou gerando um *panic selling*, permitindo que as duas aumentassem ainda mais suas posições, sem alterar sobremaneira o preço.

33. Não bastasse a escolha pelo método incorreto, o Avaliador ainda cometeu erros na avaliação do método do Fluxo de Caixa Descontado.

34. Antes de apontar as falhas nos cálculos realizados, é importante chamar a atenção para o fato de que a avaliação determinou que a Companhia não possui valor operacional. Sim, a conclusão do avaliador escolhido pela acionista que se propõe a comprar as ações do maior marketplace de serviços do país, líder de mercado, presente em 4 mil cidades do Brasil, com 5,1 milhões de profissionais cadastrados, mais de 4 milhões de solicitações de serviços por ano e com mais de R\$ 223.506.874,80 (duzentos e vinte e três milhões, quinhentos e seis mil, oitocentos e setenta e quatro reais e oitenta centavos) de capital excedente em caixa, pouco tempo após uma pandemia difícil que afetou diretamente e negativamente sua atividade, é que a operação da empresa vale, a valor presente, R\$ 775.000,00 (menos 775 mil reais).

35. Um investidor racional com o mesmo custo de capital próprio calculado pelo Avaliador deveria, portanto, **receber** 775 mil reais para assumir a parte operacional da empresa. A empresa, segundo o Avaliador, só tem valor econômico pois possui caixa líquido considerável. Esse caixa, somado ao valor negativo de 775 mil reais resulta, no cenário intermediário, em R\$ 5,47 por ação. **Mesmo considerando que a operação da empresa tem valor negativo, ainda assim, o valor econômico final encontrado é 10% maior do que o ofertado na OPA.**

36. De fato, o Avaliador deparou-se com uma empresa que possui em caixa, equivalentes de caixa e aplicações financeiras, o valor de R\$ 277.652.008,00. Viu que o Patrimônio Líquido, por sua vez, monta a R\$ 285.195.008,00. Mesmo assim, determinou que o valor “justo” da empresa é de R\$ 4,55 por ação, que, multiplicado por 50.797.017 ações, resulta em R\$ 231.126.427,35. Ou seja, o

Avaliador está dizendo aos acionistas que, por seu método adotado, a Companhia vale 17% a menos do que o seu caixa e 19% a menos do que o seu Patrimônio Líquido.

37. O cenário que se desenha não encontra amparo em nenhuma das OPAs recentes no Brasil. O que acontece na prática é o pagamento de um **prêmio sobre o valor patrimonial**, e não de um desconto sobre ele, como se extrai da tabela a seguir:

Tabela 4 – Custo do Capital Próprio Nominal em reais, patrimônio líquido e multiplicador de patrimônio líquido pago em Ofertas Públicas de Aquisição dos últimos anos

Ano	Empresa	Avaliadora	Rf	Beta Alavan.	Rm - Rf	Rp	Ke Nom Patrimônio Rt BRL Líquido			Preço /Valor Patrimonial
2017	Tarpon Investimentos	PWC	2,76%	0,920	6,38%	2,66%	1,75%	15,08%	R\$ 0,06 B	6,05x
2018	Multiplus S.A.	Credit Suisse	2,70%	1,140	4,40%	3,40%	0,00%	12,75%	R\$ 0,2 B	22,00x
2019	Comgás	Citibank	3,00%	1,068	2,50%	2,40%	0,00%	11,10%	R\$ 2,7 B	4,34x
2019	Eletropaulo	PWC	2,80%	0,760	6,30%	2,70%	0,00%	12,30%	R\$ 2,9 B	3,23x
2022	Getnet	KPMG	2,06%	1,443	5,13%	2,94%	1,22%	14,56%	R\$ 2,7 B	1,60x
2023	Get Ninjas	APSYS	2,60%	1,390	6,40%	2,80%	<b>7,80%</b>	<b>23,89%</b>	R\$ 0,3 B	<b>0,89x</b>

Fonte: Laudos de Avaliação nas OPAs das empresas mencionada

38. Feito esse necessário destaque envolvendo as premissas adotadas pelo Avaliador, parte-se para as falhas encontradas nos próprios cálculos da avaliação.

### III.3. Do cômputo incomum do risco de tamanho

39. Na definição do custo de capital próprio pela metodologia do CAPM modificado[14], o avaliador adotou um risco de tamanho (size risk premium) de incriveis 7,80%.

Analiseemos a fórmula do CAPM modificado utilizada:

$$K_E = R_f + \beta_l (R_m - R_f) + R_p + R_t$$

40. Na sua formulação original, o CAPM define que o custo de capital próprio ( $K_E$ ) deve ser maior que o retorno de um ativo livre de risco ( $R_f$ ) mais um adicional  $\beta_l (R_m - R_f)$ , de acordo com o setor de atuação da empresa (dado pelo  $\beta_l$ ) multiplicado pelo prêmio de risco de mercado, ou seja, o quanto, historicamente, o mercado retorna acima do ativo livre de risco.

41. Caso a GETNINJAS atuasse nos EUA, usando os dados do avaliador, seu custo de capital próprio poderia ser dado por:

$$K_E = 2,6\% + 1,39 \cdot (6,4\%) = 11,496\%$$

42. Contudo, o avaliador quis adicionar dois riscos a mais. O risco-país ( $R_p$ ), comumente adicionado para considerar que a empresa atua no Brasil, e o risco de tamanho ( $R_t$ ), para considerar o tamanho pequeno da empresa. A fórmula do avaliador retornou o seguinte:

$$K_E = 2,6\% + 1,39 \cdot (6,4\%) + 2,8\% + 7,8\% = 22,096\%$$

43. Para transformar o  $K_E$  nominal em dólares americanos para  $K_E$  nominal em BRL, deve-se adicionar o diferencial de inflação entre os dois países ao resultado. Assim:

$$KE(\text{nominal BRL}) = (1 + KE(\text{nominal USD})) \cdot (1 + \text{idiferencial}) - 1 = 23,89\%$$

44. A consideração de um risco de tamanho de 7,80% não encontra amparo nas últimas avaliações de OPAs no Brasil, conforme Tabela 4. Por exemplo, no laudo de avaliação da OPA da Tarpon Investimentos, cujo patrimônio líquido era **cinco vezes menor** que o da GETNINJAS, utilizou-se um prêmio de tamanho de 1,75%. A utilização de um prêmio de tamanho de 7,80% causa até estranheza aos mais habituados com avaliação de empresas.

45. A adoção do valor de 23,89% para a taxa de desconto penaliza principalmente o valor presente da perpetuidade. Ao comparar com o  $K_E$  Nominal em reais adotado para a OPA da Tarpon

Investimentos, em 2017, empresa cinco vezes menor que a GETNINJAS em termos de Patrimônio Líquido, percebe-se o absurdo que se está cometendo nessa avaliação.

#### III.4. Erro na análise da perspectiva de crescimento da GETNINJAS

46. Não bastasse a adoção de um valor tão alto para um “prêmio de risco” de tamanho, maior do que o risco país, que de certa forma incorpora o risco de empresas menores e **maior até do que o prêmio de risco de mercado**, cometeu-se outro erro na premissa de crescimento da receita nos anos de 2029, 2030 e na perpetuidade.

47. Nos anos de 2029 e 2030, considerou-se que a receita da empresa crescerá 3,5%, conforme Figura 1. Como todo o modelo está em termos nominais, já que foi adotada uma taxa nominal para o desconto (Ke Nominal em R\$), os anos de 2029 e 2030 representam, de fato, uma **estagnação** da empresa. Ou seja, considerou-se que a empresa parará de crescer em 2028, e de 2029 em diante (incluindo a perpetuidade) ficará estagnada em termos reais. Essa premissa é incompatível com o crescimento até da própria economia do país. Em verdade, não é de se esperar que uma empresa que captou recursos e abriu seu capital em 2021 já em 2029 não cresça sequer o PIB do país em que atua. Desse modo, para os anos de 2029 e 2030, o mínimo que poderia ser estabelecido é que a receita crescerá, em termos reais, o equivalente ao PIB potencial do país.

Figura 1 – Curva de receita prevista para a GETNINJAS no Laudo de Avaliação



Fonte: Laudo de Avaliação para a OPA da GETNINJAS

48. Já em relação à perpetuidade, usualmente se é estimada através do Modelo de Gordon, em que é necessário definir uma taxa de crescimento dos fluxos de caixa ou dividendos na perpetuidade.

49. Pois bem. No laudo de avaliação, considerou-se a taxa de crescimento dos fluxos de caixa na perpetuidade de 3,5%. Esse valor não foi definido aleatoriamente, trata-se da premissa de inflação de longo prazo do Avaliador, ou seja, já que o CAPM foi calculado em termos nominais, a inflação faz parte da premissa e, portanto, é esperado que o fluxo de caixa seja corrigido sempre pela inflação. Novamente não se considerou o crescimento da economia (o mínimo a ser considerado).

50. Ao definir como crescimento previsto do fluxo de caixa apenas a inflação de longo prazo, o avaliador condenou a empresa à estagnação eterna, em termos reais, na perpetuidade. Logo, para corrigir o erro, novamente deve-se adicionar alguma premissa de crescimento da própria economia.

51. Assim, adotando um PIB potencial do Brasil de 2,0%, a taxa de crescimento na perpetuidade seria de 5,5%, igual à taxa de crescimento de 2029 e 2030, que o avaliador, de forma ultraconservadora, considerou como crescimento real nulo.

52. Ainda sobre as premissas adotadas, chegou-se em uma margem líquida de perpetuidade de 4,3% e uma virada de prejuízo para lucro operacional apenas em 2027, quando, na verdade, já nos últimos trimestres, a companhia deu lucro líquido (considerando resultado financeiro) e já era esperada uma passagem de lucro operacional negativo para lucro operacional positivo no ano de 2024 ou 2025.

53. A margem líquida de 4,3% é demasiado baixa para uma empresa asset light que espera crescer sua receita sem muitas alterações nas linhas de custos. Caso a receita líquida da companhia dobre ou triplique, suas despesas com pessoal, marketing, sede e serviços de TI não crescerão no mesmo ritmo. É até esperada uma certa estagnação dessas linhas (em termos reais), conforme descreveu o

Sr. [REDACTED] ex-diretor destituído e fundador da companhia, na teleconferência de resultados do terceiro trimestre de 2023:

O resultado positivo [primeira geração de caixa e segundo lucro líquido trimestral da história da Companhia] veio em função das melhorias operacionais que a gente foi fazendo, combinando também com uma redução de despesas operacionais e aumento do resultado financeiro. O foco, portanto, esse ano, continua sendo a aceleração do crescimento mantendo a eficiência dos investimentos em marketing com geração de caixa, melhorando nossos processos e melhorando a quantidade de profissionais, de clientes, a liquidez da plataforma e a gestão financeira do negócio

54. Um outro ponto a se observar e que representa uma falha do laudo de avaliação, é que, apesar de a Resolução CVM n.º 85/2022, em seu ANEXO C, art. 15, inciso III, determinar que, para o cálculo do valor econômico pelo critério do fluxo de caixa descontado, devem ser considerados ajustes feitos por outros ativos e passivos não capturados pelo fluxo de caixa operacional, incluindo dívida financeira, contingências, posição de caixa, ativos e passivos não operacionais, dentre outros, o avaliador decidiu apenas considerar as contingências judiciais (claro, negativas).

55. “Esqueceu-se” de apropriar no modelo o gigantesco benefício tributário que a empresa possui por ter prejuízos acumulados, que perfaz quase R\$ 0,60 por ação. Esse benefício pode ser apropriado pela própria Companhia, reduzindo o imposto sobre o lucro pago em exercícios vindouros, ou levado em consideração quando de sua eventual venda para outro player.

56. Ainda que reunidos diversos argumentos que indicam que o laudo utilizou premissas incorretas e cálculos imprecisos, apresenta-se, no APÊNDICE 2 - APURAÇÃO DO VALOR ECONÔMICO POR AÇÃO COM BASE NA NOVA TAXA DE DESCONTO, o fluxo de caixa corrigido, considerando apenas os erros materiais, entendidos esses como erros de cálculo e desprezando todas as outras falhas relatadas. As correções envolveram tão somente:

i) Consideração da taxa de crescimento do PIB potencial na perpetuidade;

ii) Correção do prêmio de risco por tamanho de 7,80% (incoerência teórica, maior inclusive que o prêmio de risco de mercado calculado), para 1,75%, conforme laudo de avaliação da Tarpon Investimentos, cuja fonte é a Ibbotson, com ajustes pela PwC<sup>5</sup>.

57. O valor econômico da empresa por método desconto de fluxo de caixa passa, no cenário intermediário do laudo, depois das correções, de R\$ 5,47 para R\$ 5,62.

### III.5. Da necessidade de atualização monetária do preço da OPA

58. Por fim, ainda é possível apontar a ausência de atualização monetária do preço da oferta pública de aquisição, o que é outro elemento prejudicial para os acionistas, caso se relevem todas as irregularidades de premissas e cálculos anteriormente elencados.

59. Como narrado, a REAG publicou o edital da OPA, em 12 de dezembro de 2023, em preço diverso do calculado através de determinação do artigo 55 do Estatuto Social da GETNINJAS (R\$ 4,61), em razão de ter negociado, dois dias após o atingimento de 25% do capital total, a compra de ações da Companhia, por R\$ 5,00. O preço da OPA para todos os efeitos tornou-se, portanto, R\$ 5,00.

60. Acontece que o §1º do artigo 55 do Estatuto Social prevê que o Preço de Aquisição por Ação de emissão da Companhia a ser ofertado na OPA deve corresponder à cotação média ponderada das ações de emissão da Companhia na B3 nos 30 pregões que antecederem a aquisição ou evento que resultou no atingimento da participação relevante, **atualizado pela Taxa Selic** até a data do efetivo lançamento da OPA.

61. Considerando que, pela regra do artigo 21 da Resolução n.º 85/2022 da CVM, o Preço de Aquisição por Ação da OPA tornou-se R\$ 5,00, por simetria, este deveria ser o preço a ser atualizado pela Taxa Selic até a data efetiva da OPA (24/01/2024), nos termos do artigo 55 do estatuto social.

62. Caso se autorize que a OPA continue ignorando a transação ocorrida no dia 13 de outubro de 2023, estar-se-ia beneficiando aquele acionista que a negociou nessa data em detrimento dos acionistas que terão que esperar até a data de 24 de janeiro 2024 para receber o mesmo valor sem a devida correção monetária.

Porte	Intervalo do valor de mercado - USD MM	Prêmio de Tamanho
Médio (média empresas utilizadas)	2.393 -	10.711 Sem prêmio
Pequeno	569 -	2.391 1,02%
Micro	3 -	568 1,75%

Análise PwC

## IV. PEDIDO DE TOMADA DE MEDIDA ACAUTELATÓRIA PELA CVM

63. Com fulcro no artigo 9º, §1º, incisos I e IV, da Lei n.º 6.385/76, solicita-se que a COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS adote as medidas acautelatórias necessárias para suspender a OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO de ações da GETNINJAS promovida pela REAG ALPHA FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO, tendo em vista os prejuízos que a efetivação do leilão poderá acarretar aos acionistas minoritários da GETNINJAS, conforme narrado nos tópicos desta denúncia.

64. Caso aconteça a OPA antes da apuração da atuação da REAG e ARC Capital como Grupo de Acionistas, o prejuízo aos acionistas minoritários será irreparável, de forma que estes arcarão, desnecessariamente, com os riscos das práticas irregulares dos acionistas majoritários que estão se aproveitando de sua condição econômica para impor seus interesses acima dos interesses da própria GETNINJAS e demais acionistas.

65. Ainda, a suspensão da OPA não traz prejuízo a quaisquer das partes, dado que a Companhia não será afetada nos seus negócios e todos os acionistas, mesmo aqueles majoritários, continuarão com suas posições intactas e com a possibilidade de negociar normalmente seus títulos em bolsa. Pela ausência de prejuízo às partes, fica configurada a ausência de periculum in mora reverso.

66. Por fim, pelos fatos expostos, bem como com base nos dispositivos da Lei Federal n.º 6.385/1976, na Resolução 85/2022 da CVM e no Estatuto Social da GETNINJAS, discutidos ao longo dessa denúncia, resta demonstrada a violação de regras que objetivam amenizar os abusos decorrentes da discrepância do poder econômico dos acionistas majoritários em detrimento dos minoritários, bem como a própria confiança do mercado em um sistema que se preocupa com o respeito às normas que pregam a clareza de informações, o que vem sendo desrespeitado pelas Denunciadas.

#### **V. DOS PEDIDOS**

67. Por todo o exposto, em conformidade com o artigo 9º, inciso V, da Lei n.º 6.385/1976, insta-se essa Comissão de Valores Mobiliários a receber e processar esta denúncia de prática de atos prejudiciais aos acionistas minoritários da GETNINJAS S.A, devendo promover a instauração de inquérito administrativo para apurar as infrações a normas do mercado de valores mobiliários.

68. Reque-se, também, que

a) adote as medidas necessárias para suspender a OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO de ações da GETNINJAS promovida pela REAG ALPHA FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO;

b) apure se houve atuação conjunta entre a REAG e ARC Capital para a tomada rápida e possivelmente, combinada, em uma espécie de hostile takeover, da GETNINJAS S.A., destituindo o Conselho de Administração e lançando a Oferta Pública de Aquisição;

c) verifique junto aos registros da B3 se houve negociação, por qualquer dos agentes supramencionados, de ações, por preço superior aos R\$ 5,00, durante o período da OPA, entendido este nos termos do Art. 3º, inciso VII, da Resolução n.º 85/2022 da CVM e, caso tenha acontecido, seja solicitado ao controlador que atualize o preço da OPA;

d) diante dos erros materiais apontados no Laudo de Avaliação, que o Avaliador seja convocado se manifestar, inclusive confirmando (ou não) se sua avaliação pelo preço médio ponderado ainda se mantém sob o princípio do arm's length, depois dos fatos aqui expostos e se, realmente, a adoção desse método de avaliação é o mais adequado para a precificação da Companhia, tendo em vista que o método propugnado resulta em valor por ação inferior ao caixa líquido por ação da empresa, inovando a história de OPA no Brasil e sugerindo que se pague menos ao acionista do que o valor detido em caixa pela Companhia;

e) Por último, na remotíssima hipótese de não reconhecimento das irregularidades apontadas, requer-se, ao menos, que se reconheça a necessidade de atualização do preço da OPA pela Taxa Selic entre a data da última aquisição da REAG, 13/10/2023, até a data efetiva da OPA, qual seja, 24/01/2024."

#### **V. Manifestação do Ofertante em face da Reclamação**

18. Em 22/01/2024, a Ofertante protocolou na CVM a seguinte manifestação em face da Reclamação (1964338)

"(...)

Através da Reclamação, o Sr. [REDACTED] lança uma série de argumentos que carecem de qualquer sustentação regulatória ou jurídica e que não correspondem com a realidade fática, inclusive podendo sugerir a intenção de tal acionista de conturbar indevidamente o processo da OPA, e devem

ser refutados por essa d. Autarquia, de modo que não ocorra a suspensão da Oferta cujo leilão está previsto para realizar-se dentro de 2 (dois) dias (“Leilão”).

Novamente, a REAG se vê em situação de responder perguntas e acusações sem sentido, que visam unicamente tentar assegurar uma “meta de preço” de determinados acionistas destinatários da OPA, sem relação com a realidade ou com as regras aplicáveis. De todo modo, em atenção ao espírito colaborativo que sempre regeu a relação com essa d. Autarquia e para que não restem dúvidas a respeito da falta de mérito dos argumentos lançados na Reclamação, a REAG passa a refutá-los ponto a ponto e coloca-se à disposição dessa d. CVM caso necessite de esclarecimentos adicionais.

#### **I. INEXISTÊNCIA DE QUALQUER ATUAÇÃO EM CONJUNTO ENTRE A REAG E QUAISQUER OUTROS ACIONISTAS DA COMPANHIA**

1. Por meio da Reclamação, o Sr. ████████ tenta construir uma possível nulidade da Oferta em decorrência de uma suposta “proximidade” entre REAG e ARC Capital Ltda. (“ARC Capital”). Além de pontuar que as referidas instituições financeiras “coincidentemente possuem sede no mesmo endereço”, o Sr. ████████ subsidia seus argumentos em dois grandes pontos: **(i)** no fato de que tanto a REAG quanto a ARC Capital rejeitaram a proposta de redução de capital deliberada na Assembleia Geral Extraordinária da Companhia em 23 de outubro de 2023 (“AGE 23.10”), e **(ii)** na suposta atuação em conjunta exposta em negócios fora da Companhia.

2. Inicialmente, vale esclarecer que o fato de o Sr. ████████ precisar pontuar a coincidência dos endereços da sede de REAG e ARC Capital apenas reflete a precariedade dos seus argumentos. Ora, o fato de as duas instituições possuírem sede no mesmo prédio comercial (em andares diferentes) em nada afeta a independência de suas atuações, muito menos as classifica como partes vinculadas, como pretende fazer crer o Sr. ████████.

3. Com todo respeito, estamos tratando de partes cujas áreas de atuação são sofisticadas e, assim como a várias instituições financeiras do mesmo ramo, possuem sede na Avenida Brigadeiro Faria Lima, um dos principais endereços comerciais e financeiros do país. No caso em específico, trata-se de um dos prédios comerciais mais tradicionais da Avenida, em frente ao Shopping Iguatemi e, principalmente, onde uma série de outras empresas, administradoras e gestoras de fundos, bem como assessores financeiros e instituições financeiras também possuem sede, tais quais: Península, IGC Partners, Warburg Pincus do Brasil, Leste Group, Grupo Doria, O3 Capital, Lazard, Caruai Investimentos, One Partners, Turim, Seneca, Safra & Co., entre outros. Tal cenário, contudo, de forma alguma implica em atuação conjunta entre a REAG e quaisquer outras instituições que possuem sede nesse mesmo endereço, incluindo a ARC Capital.

#### **I. VOTOS EM ASSEMBLEIAS GERAIS DA GETNINJAS**

4. Sob premissas equivocadas, o Sr. ████████ assume que REAG e ARC Capital estariam atuando em conjunto em decorrência de ambas terem votado de maneira contrária à proposta de redução de capital deliberada na AGE 23.10. Novamente, tal situação em nada implica uma atuação conjunta entre REAG e ARC Capital.

5. Aliás, a insatisfação da REAG com a matéria era notória e amplamente divulgada à época. Conforme já exposto a essa d. Autarquia anteriormente, a REAG sempre entendeu que a redução do capital social se tratava de medida drástica e imediatista que, ao fim e ao cabo, contrariava os interesses sociais da GetNinjas, bem como os termos do Prospecto Definitivo da Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da Companhia, de 13 de maio de 2021 (“Prospecto”).

6. Isso porque, apesar da restituição de valor aos acionistas, no entendimento da REAG devia-se buscar priorizar o crescimento da Companhia, através de investimentos que visam garantir a expansão do negócio e maior rentabilidade a longo prazo aos acionistas, o que estava sendo, por razões injustificadas, tolhido ou, no mínimo, evitado de ser esclarecido pela Companhia.

7. Tratava-se, assim, de deliberação envolvendo montante relevante, evidentemente de suma importância para a estratégia de liquidez e de investimentos da Companhia e, sobretudo, irreversível, na medida em que, uma vez restituídos os valores aos acionistas, reavê-los tornar-se-ia impraticável. Talvez por essa razão e por tratar-se de medida imediatista sem qualquer fundamento capaz de justificá-la, é que quase 60% dos acionistas entenderam por bem votar de maneira contrária à proposta de redução.

8. Não se tratou, portanto, em nenhum momento, de conluio ou alinhamento de interesses entre os acionistas que votaram pela rejeição da proposta de redução, mas, isso sim, de votação conforme cada acionista entendeu ser o melhor interesse da Companhia.

9. A insatisfação da REAG, aliás, já havia sido exposta por meio de Fato Relevante divulgado pela própria Companhia em 13 de outubro de 2023, por meio do qual a REAG expressamente se manifestou a respeito da sua posição contrária à proposta de redução do capital e da ausência de alinhamento entre a REAG e qualquer outro acionista, inclusive a ARC Capital[15]:

“A despeito das reprováveis manobras, fato é que a insatisfação da REAG com a gestão interna da GetNinjas já é de conhecimento da Companhia e do Sr. [REDACTED] – as condutas e comportamentos dos últimos dias, como visto, apenas comprovam essa certeza, a REAG já se posicionou, de maneira contrária e fundamentada, à redução do capital social e, nesta linha, pretende votar de forma contrária à proposta na AGE. A REAG não tem conhecimento, contudo, como será a orientação de voto dos demais acionistas da Companhia. Apesar da expectativa de que outros acionistas também votem contra a proposta de redução de capital na AGE, quaisquer que sejam eles, sua instrução de voto não está alinhada com a REAG através de qualquer acordo ou pacto do gênero, trata-se de mero exercício de voto visando o melhor interesse da Companhia”.

10. Vale mencionar ainda que, ao contrário do descrito na Reclamação, na AGE 23.10 a ARC Capital se absteve de votar sobre a eleição de membros do Conselho Fiscal (item “ii” da pauta do dia), enquanto a REAG votou de maneira favorável à eleição dos membros que havia indicado.

11. O mesmo ocorreu no âmbito da Assembleia Geral Extraordinária realizada no dia 21 de novembro de 2023 (“AGE 21.11”), em que REAG e ARC Capital mais uma vez votaram de maneira diversa sobre os membros que seriam eleitos para compor o Conselho de Administração da Companhia. Ao passo que os candidatos indicados e eleitos pela REAG foram os Srs. [REDACTED] e [REDACTED], o candidato indicado e eleito pela ARC Capital foi o Sr. [REDACTED].

## II. AUSÊNCIA DE ATUAÇÃO CONJUNTA DA REAG E DA ARC CAPITAL EM NEGÓCIOS FORA DA GETNINJAS

12. O Sr. [REDACTED] prossegue sua Reclamação afirmando que REAG e ARC Capital atuam de maneira conjunta em negócios celebrados fora da GetNinjas, notadamente na prestação de serviços de administração, pela REAG, de 2 (dois) fundos geridos pela ARC. Isso, segundo a Reclamação, configuraria um grupo de acionistas composto por REAG e ARC Capital na GetNinjas, o que não pode ser admitido.

13. Os serviços de administração fiduciária e de gestão de recursos, disciplinados pela Resolução CVM nº 21, de 25 de fevereiro de 2021 (“RCVM 21”), apesar de serem ambos considerados como essenciais ao fundo, são necessariamente segregados conforme previsto na referida norma, bem como na Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022 (“RCVM 175”).

14. De acordo com referidos normativos, as atividades inerentes aos administradores fiduciários e aos gestores de fundos são distintas e bem delimitadas. Assim, não há qualquer cabimento em pressupor que a atuação de duas instituições, uma como administradora fiduciária e outra como gestora de investimentos, contratadas por um mesmo fundo demonstre, de qualquer forma, que essas instituições atuam em conjunto como acionistas de uma companhia aberta.

15. Como é sabido, o gestor de recursos, conforme definido na RCVM 175 é “pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM para o exercício de administração de carteiras de valores mobiliários, na categoria ‘gestor de recursos’, cuja atribuição é realizar a gestão da carteira de ativos” sendo-lhe conferidas as responsabilidades previstas na RCVM 21 e no art. 84 e seguintes da RCVM 175.

16. Ao administrador fiduciário, por seu turno, cabe, tão somente, a prática de atos relacionados à administração do Fundo, tais como a prestação de informações periódicas a entidades reguladoras e autorreguladoras, a comunicação com cotistas e com o mercado e, ainda, a verificação da aderência das atividades do fundo às normas sobre ele incidentes e ao seu regulamento. É o que se depreende do art. 82 da mencionada RCVM 175.

17. Adicionalmente, vale esclarecer que, atualmente, a REAG figura como a maior administradora independente de fundos de investimento no Brasil, contando com um total de **541 (quinhentos e quarenta e um) fundos de investimento administrados**, sendo a gestão das respectivas carteiras desses fundos de responsabilidade de **32 (trinta e duas) gestoras externas diferentes**, incluindo a ARC Capital, além de outras gestoras integrantes do grupo econômico da própria REAG.

18. Do total de fundos administrados pela REAG, os fundos geridos pela ARC Capital representam apenas **3,88%**. Trata-se de um percentual irrisório e que evidencia ainda mais a fraqueza argumentativa que visou à vinculação entre ambas as sociedades.

19. Diante do exposto, a alegação de vinculação entre a ARC Capital e a REAG em razão de suas atuações como gestora e administradora de fundos **não** encontra amparo à luz do regime jurídico ao

qual se encontram vinculados os prestadores de serviços essenciais de fundos de investimento, com sua clara e detalhada distribuição de atribuições e responsabilidades.

### III. REGULARIDADE DOS ATOS PRATICADOS PELA REAG NO ÂMBITO DO VOTO CONTRA A REDUÇÃO DE CAPITAL, BEM COMO DA OFERTA

20. Conforme já demonstrado anteriormente, quase 60% dos acionistas da Companhia votaram pela rejeição da redução do capital social. Por óbvio que se assume que tais acionistas votaram conforme entendiam ser o melhor interesse social. Tal situação, per se, já demonstra a fraqueza dos argumentos trazidos pelo Sr. [REDACTED] em sua Reclamação e a sua ausência de correspondência fática.

21. Ao contrário, é a medida pleiteada pelo Sr. [REDACTED], i.e., a suspensão da Oferta, que trará graves prejuízos aos acionistas minoritários que já se organizaram e se habilitaram para venderem suas ações na OPA.

22. Vale dizer que é no mínimo suspeita a apresentação da Reclamação às vésperas da realização do Leilão quando se trata, a partir dos fatos narrados, de insatisfação aparentemente longínqua do acionista.

23. Por fim, o Sr. [REDACTED] alega que a não aprovação da redução de capital foi prejudicial aos acionistas “minoritários” pois:

“não tiveram seu capital remunerado com a distribuição de caixa líquido, representativo da boa saúde econômica da GETNINJAS, além de que serão obrigados a se desfazer de suas ações por um preço que não representa o valor real da empresa, devido a uma irracionalidade do mercado, agravada, posteriormente, por uma descrença decorrente da atuação suspeita de duas das maiores acionistas da empresa, REAG e ARC Capital, que, no ápice de sua estratégia para extrair o máximo possível (conjuntamente) de seus investimentos na GETNINJAS, estão promovendo (através de apenas uma das acionistas) uma OPA que desconsidera o caixa líquido que esteve prestes a ser distribuído entre os acionistas e precifica a GETNINJAS com base nos cálculos mais prejudiciais possíveis para os acionistas minoritários, o que será a seguir explicado” (grifos nossos).

24. Os argumentos não podem ser admitidos.

25. A um, pois nenhum acionista será “obrigado” a se desfazer de suas ações na OPA. Trata-se de prerrogativa de cada acionista vender ou não suas ações pelo preço ofertado na OPA, inexistindo qualquer norma que o obrigue a vender. É intenção da Ofertante que a Companhia permaneça sendo uma Companhia Aberta, razão pela qual em nenhum momento foi lançada uma Oferta Pública de Aquisição para cancelamento de registro da Companhia, que deve seguir outros critérios e obrigações legais e regulamentares.

26. A dois, a OPA em questão está prevista no Estatuto Social da Companhia, com determinação expressa da metodologia de cálculo de seu preço, que não é baseado em metodologia de cálculo que busca o valor justo por ação da Companhia. O valor da OPA simplesmente limitou-se a seguir estritamente o disposto na regra estatutária prevista no próprio Estatuto Social da Companhia e na RCVM 85:

#### **Estatuto Social da Companhia:**

**“Artigo 55.** Caso qualquer pessoa (incluindo, sem limitação, qualquer pessoa natural ou jurídica, fundo de investimento, condomínio, carteira de títulos, universalidade de direitos, ou outra forma de organização, residente, com domicílio ou com sede no Brasil ou no exterior) ou grupo de acionistas, que adquira ou se torne titular, de forma direta ou indireta, por meio de uma única operação ou de diversas operações (inclusive, sem limitação, por meio de qualquer tipo de associação que dê origem a um Grupo de Acionistas ou adesão a grupo de acionistas pré-existente), de ações de emissão da Companhia ou Outros Direitos de Natureza Societária sobre ações de emissão da Companhia, que representem, em conjunto, 25% (vinte e cinco por cento) ou mais do total das ações de emissão da Companhia (excluídas ações mantidas pela Companhia em tesouraria) (“**Participação Relevante**”) (“**Ofertante**”) deverá (a) imediatamente divulgar tal informação à Companhia, e (b) realizar uma oferta pública de aquisição de ações da totalidade das ações de emissão da Companhia nos termos previstos neste Artigo 55 (“**OPA por Atingimento de Participação Relevante**”).

**Parágrafo Primeiro** - O preço de aquisição por ação de emissão da Companhia a ser ofertado na OPA por Atingimento de Participação Relevante deverá ser pago em moeda corrente nacional e à vista e corresponderá à cotação média ponderada das ações de emissão da Companhia na B3 nos 30 (trinta) pregões que antecederem a aquisição ou evento que resultou no atingimento de Participação Relevante, atualizado pela Taxa SELIC até a data do efetivo lançamento da OPA por Atingimento de Participação Relevante”.

### **RCVM 85:**

*“Art. 21. O preço por ação da OPA não pode ser inferior ao maior preço por ação pago pelo ofertante ou pessoas vinculadas em negócios realizados durante o período da OPA.”*

*27. Vale pontuar que a OPA por Atingimento de Participação Relevante e o método de cálculo de seu preço (art. 55 do Estatuto Social da GetNinjas) estão previstos no Estatuto Social, sem terem sofrido alterações, desde que a Companhia se tornou pública em 2021. Ou seja, trata-se de regra que não deveria surpreender o Sr. [REDACTED] na qualidade de acionista da Companhia e agente do mercado de capitais.*

### **III. NÃO INCIDE ATUALIZAÇÃO MONETÁRIA NO PREÇO DA OPA**

*28. O Sr. [REDACTED] afirma que o preço por ação ofertado pela REAG deveria ser atualizado desde a data em que foi negociado até a data efetiva do Leilão. Contudo, conforme já foi objeto de esclarecimentos à essa d. Autarquia no âmbito da resposta ao Ofício n. 341/2023/CVM/SRE/GER-1, não incide qualquer índice de correção monetária no preço da OPA, razão pela qual replicamos abaixo os esclarecimentos tecidos então.*

*29. Primeiramente, mister se faz distinguir as regras normativa e estatutária incidentes na OPA, as quais possuem objetivos próprios e não se confundem entre si.*

*30. Conforme descrito no item 3.2 do Edital, o preço por ação ordinária de emissão da Companhia no âmbito da OPA (“Preço por Ação”) foi fixado considerando o maior valor entre (i) o maior preço por ação pago pelo Ofertante em negócios realizados após 11.10.2023, considerando o período da Oferta iniciado na data do primeiro fato relevante sobre a realização da OPA - “Fato Relevante OPA”), qual seja R\$5,00 (cinco reais), conforme operações de compra realizadas em 13 de outubro de 2023 [16] e (ii) a cotação média ponderada das ações de emissão da Companhia na B3 nos 30 (trinta) pregões que antecederam a aquisição que resultou no atingimento de Participação Relevante (i.e., de 29 de agosto de 2023 (inclusive) a 10 de outubro de 2023 (inclusive)), atualizada pela Taxa SELIC desde a data do atingimento desta Participação Relevante até a data do efetivo lançamento da Oferta (i.e., de 11 de outubro de 2023 até 12 de dezembro de 2023), que corresponde ao valor de R\$4,61 (quatro reais e sessenta e um centavos)[17]*

*31. Temos, portanto, duas regras distintas e alternativas que poderiam determinar o Preço por Ação, quais sejam, a regra do art. 21 da RCVM 85 e a regra do art. 55, §1º do Estatuto Social da Companhia. Originalmente, o art. 55, §1º do Estatuto Social determinaria o preço da OPA. No entanto, aplicada a regra do art. 21, a regra estatutária é afastada, sendo o preço da OPA determinado exclusivamente com base no preço da aquisição realizada pela ofertante.*

*32. A regra do caput do art. 21 da RCVM 85, transcrita acima, já era prevista no art. 15-B da antiga instrução CVM no. 361/2002 (“ICVM 361”), incluído pela Instrução CVM 487/2010 (“ICVM 487”).*

*33. Nos termos do Edital de Audiência Pública no. 02/10, que resultou na edição da ICVM 487, esta regra faz parte do conjunto regulatório de salvaguardas, vedações e restrições que tem como objetivos principais evitar distorções no resultado das OPAs em favor de certos acionistas, garantindo tratamento equitativo aos acionistas. Conforme previsto em referido edital, a inclusão da regra contida no antigo art. 15-B da ICVM 361 (atual art. 21 da RCVM 85) teve por base as melhores práticas internacionais, tendo essa d. CVM destacado que, na “Diretiva Europeia (art. 5º, item 4), ‘se depois de a oferta ser tornada pública mas antes do termo do prazo de aceitação da mesma, o ofertante ou qualquer pessoa que com ele atue venha a adquirir valores mobiliários acima do preço da oferta, o ofertante deve aumentar o valor da OPA até um preço não inferior ao preço mais alto pago pelos valores mobiliários assim adquiridos”[18]*

*34. A regra prevista no art. 21 da RCVM 85 fixa, assim, um preço mínimo para as ofertas públicas de aquisição de ações, garantindo aos acionistas da Companhia a quem a oferta é dirigida que, caso, por qualquer motivo, o ofertante venha a adquirir ações da Companhia entre a data de anúncio da OPA e a realização do respectivo leilão por valor superior ao preço de aquisição proposto na OPA, este deverá aumentar o preço da OPA para estender aos demais acionistas o mesmo preço a maior pago, evitando, assim, tratamento privilegiado para os acionistas que venderem suas ações ao ofertante fora do leilão da OPA.*

*35. Cabe frisar que a regra do art. 21 impõe um preço que, se superior ao preço original de qualquer OPA, o substitui, – seja este preço original previsto em lei, na regulamentação da CVM ou no estatuto social da companhia. Em nenhuma hipótese o art. 21 da RCVM 85 pode ser combinado com a regra do preço original, porque seria impossível determinar como essa combinação se daria e em que limites cada regra seria adotada ou afastada.*

*36. O art. 55 do Estatuto Social da Companhia, por sua vez, tem por objetivo desincentivar a aquisição de participação relevante, entendida como tal, no caso específico da Companhia, a*

participação igual ou superior a 25% de seu capital social. Disposições estatutárias deste tipo são conhecidas popularmente no mercado como cláusulas de “poison pill” e para que o desincentivo seja mais efetivo, não basta a simples previsão de obrigação de realização de uma oferta pública de aquisição de ações, mas também que seja determinado o preço pelo qual esta oferta será lançada, funcionando o mecanismo com uma verdadeira opção de venda de ações da Companhia, com prazo e preço pré determinados, cabendo àquele que pretenda adquirir participação relevante na Companhia avaliar se está disposto ou não a arcar com este ônus adicional. Ou seja, diferente das OPAs obrigatórias criadas pela Lei nº 6.404/1976 e pela RCVM 85, no caso da OPA prevista pelo art. 55 Estatuto Social se trata de uma iniciativa da assembleia geral da companhia, relacionada à dispersão das ações e aos direitos políticos de seus detentores.

37. Obedecidas as regras para aprovação de alterações ao estatuto social da Companhia, a assembleia geral é livre para fixar a forma de cálculo deste preço nas cláusulas estatutárias de poison pill, não impondo a legislação aplicável ou a CVM qualquer restrição a este respeito. Assim, apesar de ser muito comum que este preço esteja baseado na cotação passada das ações no mercado, em razão de sua maior objetividade e rapidez de apuração, como é o caso do estatuto social da Companhia, nada impede que os acionistas optem por prever no estatuto social outra metodologia para fixação do preço de aquisição nestas situações, como, por exemplo, múltiplos de EBITDA, fluxo de caixa descontado, valor do último aumento de capital corrigido ou valor patrimonial, ou mesmo prever um ágio sobre qualquer destes valores.

38. O objetivo do art. 55, §1º do Estatuto Social da Companhia é, portanto, o de fixar o preço de aquisição de ações na OPA por atingimento de participação relevante em valor que, no entendimento dos acionistas que aprovaram sua redação, torne mais onerosa a formação de uma participação de controle, incentivando a dispersão acionária.

39. Em um exercício hipotético: se o §1º do art. 55 do estatuto social da Companhia previsse que o preço de aquisição das ações na OPA deveria ser calculado com base em um múltiplo de EBITDA ou no fluxo de caixa descontado da Companhia, esta metodologia deveria ser combinada com o cálculo do Preço por Ação nos termos do art. 21 da RCVM 85? Entendemos que não, pois são regras que servem propósitos diversos e que devem ser aplicadas de forma alternativa.

40. Como já esclarecido, os objetivos das duas regras aqui postas são completamente diferentes e, com o perdão da repetição, é preciso deixar claro: ao passo que o art. 55 do Estatuto Social existe para fixar o preço da opção de venda (put) do poison pill, de modo a desincentivar a formação de um bloco de controle e oferecer maior previsibilidade ao acionista que busque atingir a participação relevante; o art. 21 da RCVM 85 reflete a garantia do tratamento equitativo dos acionistas destinatários da OPA após o anúncio da OPA.

41. Nota-se, portanto, que o preço ofertado pela REAG em seu Edital da OPA cumpre estritamente a supratranscrita previsão normativa da RCVM 85 que **não prevê qualquer correção monetária** sobre o preço ofertado - o silêncio neste caso é eloquente: quisesse a autarquia prever a incidência de atualizações monetárias entre a data da aquisição de ação por preço maior e o final do período da OPA, a redação do artigo certamente teria sido outra. Não há que se falar em aplicação de regras do art. 55 do Estatuto Social, notadamente a previsão de correção monetária, quando do cálculo do Preço por Ação com base no referido artigo da RCVM 85.

42. No mesmo sentido, vale mencionar que a RCVM 85 prevê expressamente a correção monetária do preço da OPA em outras situações, como por exemplo no caso de (i) OPA para cancelamento de registro realizada após menos de um ano contado da última subscrição pública com ingresso de novos acionistas (art. 23); e (ii) OPA por alienação de controle com pagamento em dinheiro (art. 33, §7º). Este fato torna ainda mais evidente a intenção da autarquia de **não prever** disposição relativa à correção monetária no caso do art. 21 da RCVM 85

43. Por fim, vale mencionar precedente desta Autarquia no âmbito da realização da oferta pública de aquisição de ações da ATOM Participações S.A. (“Atom”), concluída em 11.01.2016 e que foi objeto do PAS CVM SEI no. 19957.001434/2018-93 (“OPA Atom”). Nesta operação, a OPA Atom foi resultado de operação de alienação de controle da Atom e, após seu lançamento, em 26.05.2015, pelo valor de R\$ 0,02303398 por ação, correspondente ao valor pago ao controlador, a ofertante e suas partes relacionadas adquiriram ações no mercado por valor superior ao previsto no edital, sendo o preço máximo pago R\$0,06 por ação.

44. Na ocasião, a Superintendência de Registros da CVM (SRE) foi alertada pela então BM&F Bovespa (atual B3) sobre a realização de tais operações de compra e entendeu que elas importaram em desenquadramento da OPA Atom com relação ao disposto no art. 15-B da ICVM nº 361 (cuja redação é igual à do atual art. 21 da RCVM 85). Esta irregularidade foi considerada sanada com o ajuste, por parte do ofertante, do preço da oferta para o valor de R\$ 0,06, **sem aplicação de qualquer correção monetária**, não obstante tal correção fosse aplicável em relação ao valor

original da oferta de R\$ 0,02303398, conforme se verifica a partir da versão original do edital da OPA Atom divulgado em 26.05.2015 e de seu aditivo divulgado em 31.12.2015.

45. Por todo o acima exposto, a tentativa do Sr. [REDACTED] de aumentar o Preço por Ação previsto no edital da OPA divulgado em 12.12.2023 é descabida e inadequada, de modo que a REAG requer a essa d. CVM que reconheça que não é aplicável qualquer correção monetária do preço de R\$5,00 previsto em referido edital e fixado em atenção ao disposto no art. 21 da RCV 85.

#### IV. ESCLARECIMENTOS APRESENTADOS PELO AVALIADOR

46. Informamos que os esclarecimentos solicitados em relação ao Laudo de Avaliação serão fornecidos diretamente pela Apsis Consultoria Empresarial Ltda., instituição responsável pela elaboração do Laudo de Avaliação.

47. Vale pontuar que o Laudo de Avaliação foi preparado como mera formalidade para atendimento ao disposto no art. 9º da RCV 85, sendo certo que, conforme já esclarecido acima, os parâmetros de avaliação da Companhia ali constantes não foram determinantes para definição do preço da OPA.

48. Não obstante o disposto acima, ressaltamos respeitosamente ainda que, em linha com a recente decisão do Colegiado da CVM datada de 16 de janeiro de 2024, no âmbito do Processo CVM nº 19957.004081/2023-41, “o papel da CVM na análise de um laudo de avaliação se restringe aos aspectos objetivamente estabelecidos na Resolução CVM 85, verificando a suficiência de seu conteúdo e seu alinhamento em relação às informações publicamente divulgadas pela companhia objeto, nos termos do art. 4º do Anexo C da mesma Resolução”

#### V. CONCLUSÕES E PEDIDOS

49. Por todo exposto, a REAG solicita a essa d. Autarquia que, devido à falta de qualquer embasamento legal:

(i) **indefira** o pedido da Reclamação de instauração de inquérito administrativo contra a REAG;

(ii) **indefira** o pedido da Reclamação de suspensão da OPA (cujo Leilão está previsto para ocorrer no dia 24 de janeiro de 2024); e

(iii) **reconheça que não é aplicável** qualquer correção monetária do preço de R\$5,00 previsto no edital da OPA (fixado em atenção ao disposto no art. 21 da RCV 85).

50. A REAG requer, ainda, que essa d. Autarquia rejeite os demais pedidos constantes da Reclamação, por carecerem de qualquer sustentação regulatória ou jurídica.

(...)"

#### VI. Manifestação da Arc Capital em face da Reclamação

19. Em 22/01/2024, a Arc Capital protocolou na CVM a seguinte manifestação sobre a Reclamação (1964356):

" (...)

Preliminarmente, vale pontuar que a ARC Capital tem como principal atividade a administração de carteira de títulos e valores mobiliários, com foco na gestão de fundos de investimentos, destinados exclusivamente a investidores profissionais, mediante a alocação de recursos em cotas de fundos de investimentos e nos demais ativos financeiros permitidos pela regulamentação em vigor.

O objetivo das participações detidas pelos fundos geridos pela ARC Capital na Companhia sempre foi e permanece sendo de investimento. A atuação da ARC Capital é consistente com a tese formulada por seus analistas e gestores a respeito dos negócios da Companhia e, principalmente, do desconto do valor de mercado da Companhia à época do investimento em relação ao valor de caixa líquido detido pela Companhia, e sempre foi pautada com rigor no cumprimento de todas as obrigações regulamentares aplicáveis.

Primeiramente, portanto, reiteramos a confirmação já apresentada pela ARC Capital em 13 de outubro de 2023 (então divulgada pela Companhia no site da CVM na forma de Comunicado ao Mercado) quando inquerida pela própria Companhia sobre a eventual caracterização de “Grupo de Acionistas” com a Ofertante: a ARC Capital e os fundos sob sua gestão não agiram e não estão agindo em conjunto com, e não representam o mesmo interesse de qualquer outro acionista ou investidor da Companhia, incluindo a REAG.

Adicionalmente, em atenção ao requerimento desta D. GER-1, a ARC Capital presta os esclarecimentos abaixo em referência aos argumentos (rasos e tendenciosos, frise-se) constantes da Reclamação a respeito da infundada alegação da existência de vínculo entre a ARC Capital e a Ofertante.

*Para facilitar a análise por esta D. Autarquia, os argumentos e correspondentes esclarecimentos foram segregados por tópicos.*

## *I. LOCAIS DAS SEDES DA ARC CAPITAL E DA OFERTANTE*

*1. Nos parágrafos 12 e 23 da Reclamação [19] o Reclamante, de forma bastante irresponsável, apresenta como um dos indícios que corroboraria a tese de que ARC Capital e REAG agem conjuntamente e constituem “Grupo de Acionistas” no que tange à sua participação na Companhia o fato de que ambas possuem escritório no mesmo edifício.*

*2. Embora seja um argumento insustentável por si só e careça de esclarecimentos, não há prejuízo em pontuar que o Plaza Iguatemi, assim como tantos outros na Avenida Brigadeiro Faria Lima e entorno, é um edifício comercial no qual diversas empresas do mercado corporativo e financeiro de São Paulo possuem escritório. A região é tida, justamente, como o principal centro financeiro da América Latina, sediando centenas de escritórios como o da ARC Capital, gestora de fundos de investimentos.*

*3. Portanto, a proximidade física entre os escritórios da ARC Capital e da REAG é um acontecimento ordinário e nada significa em termos de proximidade de relacionamento e/ou combinação de interesses, atuação em bloco ou outro tipo de relacionamento relativo à Companhia que enseje a observância de obrigações diversas daquelas que foram devidamente cumpridas por ARC Capital na condição de acionista da Companhia.*

## *II. VOTOS EM ASSEMBLEIAS GERAIS DA COMPANHIA*

*4. O Reclamante continua desenvolvendo sua questionável narrativa a respeito da existência de “Grupo de Acionistas” entre ARC Capital e REAG ao alegar que, “após o anúncio da redução de capital [...], em todas as Assembleias convocadas pela GETNINJAS, a REAG e a ARC CAPITAL votaram juntas” e “não esconderem a sua integral concordância em todas as assembleias da empresa” (parágrafos 13 e 23 da Reclamação).*

*5. Primeiramente, cumpre notar que eventual coincidência de posicionamentos quanto a matérias submetidas à decisão assemblear não implica a caracterização de “Grupo de Acionistas”, sendo necessário, para tanto, que haja efetivo “grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse” no âmbito de sua atuação reiterada como acionistas da Companhia, considerada de forma macro e global.*

*6. A esse respeito, as manifestações de voto da ARC Capital em deliberações assembleares, não obstante em algumas matérias coincidente com o voto da REAG, foram sempre proferidas de forma consistente com os interesses individuais, legítimos, justificáveis e amplamente divulgados da ARC Capital a respeito da maximização de seu retorno financeiro na Companhia, não tendo sido conferido em detrimento de quaisquer direitos dos acionistas minoritários da Companhia, mormente com relação à oferta de poison pill lançada posteriormente pela REAG em cumprimento de disposições estatutárias.*

*7. Adicionalmente, os fatos apresentados pelo Reclamante nesse sentido estão incorretos e incompletos, na medida em que houve sim, nas assembleias em questão, votos proferidos de forma diversa; o Reclamante também omitiu outros fatos importantes relativos às referidas assembleias que corroboram a inexistência da comunhão de interesses ou atuação conjunta entre ARC Capital e REAG no que tange à Companhia.*

*8. Na assembleia geral extraordinária realizada em 23 de outubro de 2023, que deliberou a respeito da redução do capital social da Companhia e, por requerimento e com a aprovação da própria REAG, da instalação e definição da remuneração do Conselho Fiscal, o fundo gerido e representado pela ARC Capital absteve-se quanto a essas duas últimas matérias[20].*

*9. Ademais, quando da convocação, em 20 de outubro de 2023, da assembleia geral extraordinária de 21 de novembro de 2023, que deliberou pela destituição do conselho de administração anterior da Companhia e eleição dos novos membros, a REAG, também responsável pelo pedido de convocação dessa assembleia, apresentou chapa com os cinco candidatos que pretendia eleger.*

*10. A ARC Capital, em momento posterior e, portanto, não combinado com qualquer outro acionista da Companhia, apresentou candidato próprio para eleição individual (o Sr. ██████████ – que foi eleito e hoje integra o conselho). Na ocasião (mais precisamente em 27 de outubro de 2023), a ARC enviou email para a Companhia solicitando a inclusão do seu candidato ao Conselho de Administração no Boletim de Voto a Distância, tendo a solicitação sido atendida e o boletim então reapresentado no próprio dia 27.*

*11. A propósito, gera curiosidade e questionamentos o fato de o Reclamante se mostrar tão preocupado com a consequência das deliberações tomadas nas assembleias em discussão a ponto de apresentar a Reclamação ora em discussão e narrar fatos incorretos e incompletos, e, por outro*

lado, como é possível verificar da lista de acionistas presentes constantes das respectivas atas, sequer ter participado das referidas assembleias.

### III. ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTO DA ARC CAPITAL

12. Mais um argumento trazido pelo Reclamante para defender a sua falsa tese de que ARC Capital e REAG constituem “Grupo de Acionistas” é a sua simples discordância em relação ao posicionamento da ARC Capital em relação à proposta da administração de reduzir o capital social da Companhia.

13. Na realidade, ao invés de apresentar fatos (inclusive porque inexistentes), o Reclamante se baseia em seu próprio raciocínio financeiro, sem fundamento ou mesmo sentido, tendencioso e até mesmo pretencioso[21] para questionar a estratégia de investimento adotada pela ARC Capital e apresentar suposições sobre, na sua visão, quais deveriam ser as decisões e providências da gestora para maximizar seus investimentos e atender a seus interesses.

14. Como gestora de investimentos profissional e com profissionais altamente qualificados e experientes, a ARC Capital faz suas avaliações de maneira aprofundada e estudada e implementa as estratégias que considera pertinentes para o seu portfólio.

15. Ainda que não seja razoável tentar melhorar o argumento do Reclamante para explicar tese de investimento, vale fazer um breve exercício inverso ao que se entende que queria dizer o Reclamante para, mais uma vez, mostrar a consistência da ARC Capital quanto à sua atuação na Companhia e reforçar a ausência de plausibilidade nos argumentos trazidos na Reclamação a esse respeito.

16. Primeiramente, notamos que o cálculo apresentado pelo Reclamante no parágrafo 19 da Reclamação em relação ao possível retorno da ARC Capital caso aprovasse a redução e aderisse à OPA carece de sentido e razoabilidade econômico-financeira; caso a redução de capital tivesse sido aprovada, o preço por ação no âmbito da oferta pública de aquisição lançada pela REAG em decorrência da aquisição de mais de 25% das ações de emissão da Companhia seria, possivelmente, ajustado proporcionalmente (i.e., o valor por ação a ser pago em decorrência da redução de capital seria descontado do preço por ação na oferta, assim como em situações semelhantes desconta-se do preço pagamento de proventos, bonificações, etc.).

17. O Reclamante desconsidera, ainda, que a manutenção do caixa na Companhia pode ser necessária para que o plano de negócios pretendido seja perseguido, sendo legitimamente possível e tranquilamente justificável não ser de interesse de todos os acionistas (como de fato não o é) que os referidos recursos sejam distribuídos aos acionistas em detrimento da potencialidade de crescimento da Companhia.

18. A realidade é que a simples resposta para dirimir quaisquer dúvidas quanto às teorias conspiratórias e enviesadas apresentadas pelo Reclamante é que a ARC Capital enxergou uma oportunidade de investimento de baixo risco em uma companhia que negociava a um desconto relevante em relação ao valor de caixa líquido disponível e a possibilidade de geração de valor da Companhia através da utilização de tal caixa na execução de um bom plano de negócios.

19. Não à toa, conforme consistentemente informado em todas as comunicações de atingimento de participação relevante enviadas pela ARC Capital à Companhia[22], o objetivo do investimento na Companhia era (e continua sendo) exclusivamente financeiro.

20. Adicionalmente, já na primeira comunicação dessa natureza, de 10 de outubro de 2023, a ARC Capital antecipou que poderia vir a indicar candidatos a membros do Conselho de Administração e Conselho Fiscal da Companhia e, em 11 de novembro de 2023, quando enviou a segunda manifestação, confirmou o objetivo de envolvimento dos fundos na gestão da Companhia, o que em parte já se concretizou mediante a eleição do Sr. [REDACTED] como membro independente do Conselho de Administração da Companhia na assembleia geral realizada em 21 de novembro de 2023. A esse respeito, vale lembrar que tendo em vista o percentual investido pela ARC Capital na Companhia, é esperado e comum no mercado que esse investidor indique ao menos um membro para composição de conselho de administração.

21. Também foi largamente explicitado em referidos comunicados que o investimento nunca teve por objetivo a alteração da estrutura de controle da Companhia ou qualquer participação em bloco de controle da Companhia.

22. Portanto, sob qualquer ótica que se a avalie, a tese do Reclamante simplesmente não se sustenta e é inverídica.

### IV. FUNDOS DA ARC CAPITAL ADMINISTRADOS PELA REAG

23. Por fim, o Reclamante utiliza como um dos seus argumentos para defender a existência de interesse em comum entre ARC Capital e REAG no que tange aos seus investimentos e participação

na Companhia o fato de que a REAG atua como administradora de alguns dos diversos fundos geridos pela ARC Capital[23].

24. Trata-se de mais um argumento tendencioso e enviesado do Reclamante, que parece desconhecer o funcionamento do mercado de capitais e seus participantes. Ou simplesmente não é responsável e usa tempo e recursos desta D. Autarquia com argumentos sem mérito.

25. Os mais de 20 fundos geridos pela ARC Capital – que, a propósito, na qualidade de gestora, é responsável por tomar todas as decisões pertinentes aos investimentos por ela geridos de forma individual e independente, sem qualquer participação dos respectivos administradores – são administrados por diversos fiduciários com os quais a ARC Capital mantém relações comerciais[24], incluindo, no caso do ARC DIP JS Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios Não Padronizado e ARCTIC II Fundo de Investimento Multimercado Crédito Privado Investimento no Exterior, a REAG. E essa relação de prestação de serviços de administração de fundos não faz com que os prestadores de serviços se tornem parte relacionada, vinculada ou, ainda, parte do mesmo grupo do contratante.

26. Fato é que o Reclamante questiona, sem qualquer fundamento, a idoneidade da ARC Capital e quer levar a crer que a mera existência de relações de vizinhança ou comerciais que não relacionadas à Companhia (circunstância que, repita-se, não podia ser mais comum no mercado em que atuam) implica, necessariamente, em convergência e alinhamento de interesses em qualquer âmbito e esfera e, mais grave, em violação de obrigações legais e regulamentares no que diz respeito à Companhia.

## V. CONCLUSÃO

27. Por todo o aqui exposto e, conforme já manifestado em outras ocasiões, a ARC Capital reitera que:

(i) os fundos sob sua gestão que possuem investimento na Companhia não têm a REAG, ou qualquer parte relacionada à REAG, como quotista direto ou indireto e não atuam em conjunto nem representam o mesmo interesse de qualquer outro acionista ou investidor da Companhia, incluindo REAG Investimento S.A., REAG Administradora de Recursos Ltda. e fundos e/ou carteiras sob gestão desta;

(ii) os escritórios da ARC Capital e da REAG estarem no mesmo edifício comercial na Avenida Brigadeiro Faria Lima, onde há notória presença de dezenas de participantes do mercado financeiro, não é fato que demonstre vinculação entre acionistas;

(iii) não prospera a alegação de integral concordância entre REAG e ARC Capital em todas as assembleias gerais da Companhia;

(iv) o Reclamante analisa erroneamente a tese de investimentos da gestora e apresentou raciocínio financeiro simplista e incorreto sobre o que julga ser opinião da ARC Capital em operação de redução de capital;

(v) os mais de 20 fundos geridos pela ARC Capital são administrados por diversos fiduciários, incluindo a REAG, e essa relação de prestação de serviços não resulta na caracterização de parte relacionada, vinculada ou, ainda, grupo de acionistas;

(vi) os fundos e/ou os titulares de carteiras de investimento sob gestão da ARC Capital que possuem investimento na Companhia e/ou seus respectivos beneficiários finais não constituem com os fundos e/ou os titulares de carteiras de investimento sob gestão da REAG Administradora de Recursos Ltda. e/ou seus respectivos beneficiários um ‘Grupo de Acionistas’ para os efeitos do disposto no art. 55, Parágrafo Oitavo do Estatuto Social da Companhia ou qualquer outro dispositivo legal ou regulamentar, não tendo a REAG ou qualquer outro administrador fiduciário qualquer participação nas decisões pertinentes aos investimentos nos fundos sob gestão da ARC Capital que possuem investimento na Companhia.

(...)”

## **VII. Manifestação da Apsis**

20. Em 22/01/2024, a Apsis protocolou na CVM a seguinte manifestação sobre a Reclamação (1964356):

"(...)

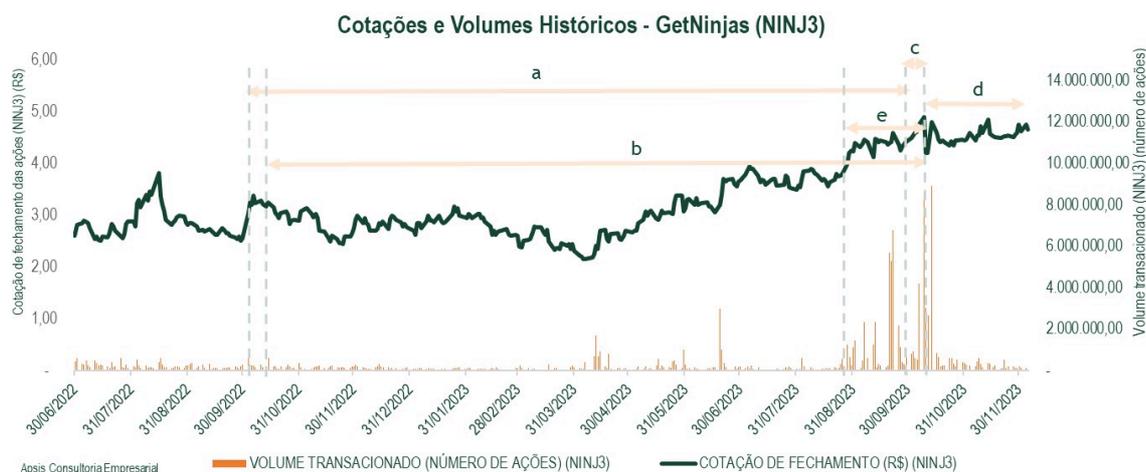
**ALEGAÇÃO DE EQUÍVOCO SOBRE O CRITÉRIO DA COTAÇÃO DE VALOR DAS AÇÕES:**

Sobre o critério utilizado do preço médio ponderado das ações no relatório, as fls. 8 e 9 sugerem que “o laudo se utilizou do método incorreto”, uma vez que faz a acusação de que a REAG e a ARC Capital estariam atuando juntas desde aproximadamente outubro de 2023”. Sobre esse ponto, cumpre ressaltar que:

I. A Apsis seguiu criteriosamente os critérios estabelecidos pela Resolução CVM nº 85/22.

II. A avaliação da APSIS foi feita de forma independente, sob a ótica do valor de mercado da GETNINJAS, utilizando informações públicas, sendo assim, a acusação sobre REAG e ARC devem ser analisadas em outra esfera diferente da análise econômica do laudo.

III. Como pode ser verificado no quadro a seguir, a Apsis apresentou uma análise do valor das ações, compreendendo inclusive um período de 12 meses, conforme exigência da CVM. Esse período de 12 meses, apresenta o valor das ações da companhia em datas bem anteriores ao período em que há a questão suscitada pelo Denunciante. Ademais, o gráfico, ainda apresenta os valores das ações até 30/06/2022 (período ainda maior que 12 meses) e ainda assim, em todo esse período o valor das ações nunca superou os R\$ 5,00, pelo contrário, é um valor ainda menor ao escolhido no critério de avaliação.



	REFERÊNCIA	DESCRIÇÃO	PERÍODO VWAP <sup>1</sup>	
a	12 meses anteriores à data-base do Laudo		01/10/2022 a 30/09/2023	3,66
b	12 meses anteriores ao Fato Relevante		11/10/2022 a 10/10/2023	3,88
c	Entre a data-base do Laudo e o Fato Relevante		30/09/2023 a 10/10/2023	4,70
d	Entre a data do Fato Relevante e o último dia útil antes da emissão do Laudo		10/10/2023 a 07/12/2023	4,55
e	30 pregões que antecederam evento que resultou no atingimento de Participação Relevante*		29/08/2023 a 10/10/2023	4,52

1 *Volume Weighted Average Price*, em português, preço médio ponderado por volume calculado com base na média do preço de fechamento ponderado pelo volume, extraído do S&P Capital IQ Pro.

\* Conforme Art 55. do Estatuto Social da Getninjas. O valor está sujeito a atualização pela taxa SELIC até a data do efetivo lançamento da OPA por Atingimento de Participação Relevante. Esta atualização não foi considerada no Laudo.

Observação: eventuais diferenças entre data-base e datas analisadas se devem ao fechamento do mercado nas respectivas datas.

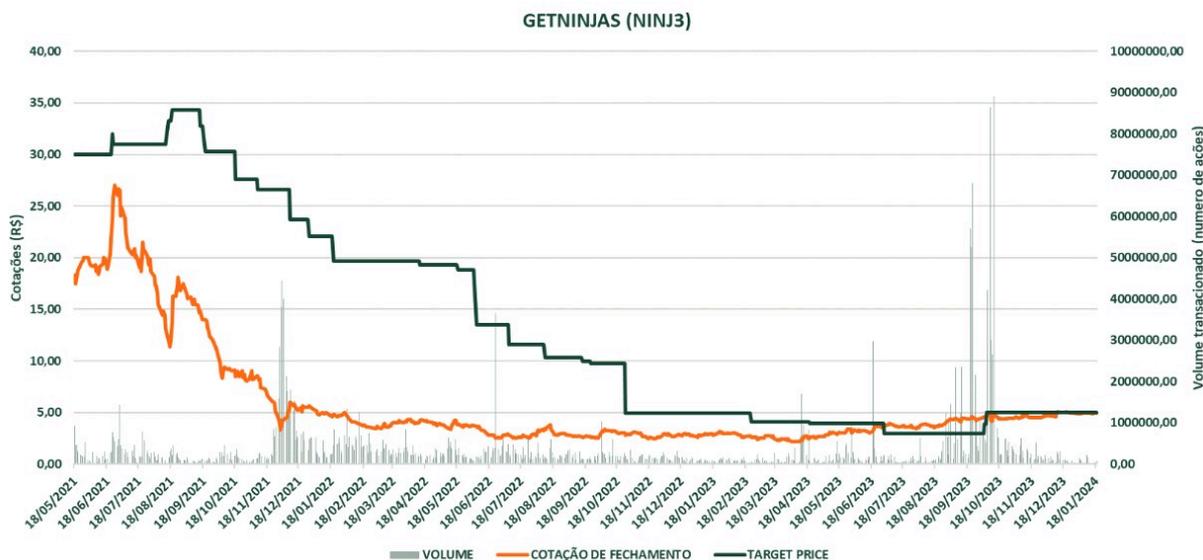
IV. Também é possível perceber que o período utilizado como conclusão do relatório, possui muita proximidade ao valor das ações em um período histórico razoável. Sendo assim, o avaliador entendeu que o período escolhido reflete o valor justo das ações.

V. Nesse sentido, não há evidências públicas e comprovadas de que o mercado não é capaz de precificar corretamente o ativo. Assim sendo, no laudo de avaliação, com base em critérios estabelecidos pela CVM, o valor encontrado pela metodologia das cotações, poderia variar de R\$ 3,66 até R\$ 4,70 por ação. A conclusão do valor em R\$ 4,55 por ação, portanto apresenta conforto quanto ao valor justo das ações da companhia.

VI. Hierarquia de valor: Dado toda a incerteza relacionada à projeções de fluxo de caixa, tema que será abordado ao longo deste Parecer, é natural que a metodologia que abrange o valor das cotações apresente uma hierarquia maior de valor justo do que o fluxo de caixa (vide CPC 46 – Valor Justo), refletindo de forma mais fidedigna o valor da companhia.

VII. Visão de mercado: Cumpre ainda ressaltar que na data da avaliação, além das evidências dos valores históricos das cotações, também havia diversas análises de mercado sobre a GETNINJAS que corroboram que o preço de mercado está bem precificado. Vejam alguns exemplos:

a. Com base na plataforma S&P Capital IQ, podemos observar em uma ampla amostragem que o *target price* calculado pelos agentes do mercado acompanham a trajetória de queda das ações da GETNINJAS desde o seu IPO, corroborando que o preço de mercado está bem precificado e refutando o argumento de *panic selling* a partir de outubro de 2023.



b. De acordo com a área de “Cobertura de Analistas” disponível no site de Relação com Investidores (“RI”) da GETNINJAS, é informado a recomendação e preço-alvo das ações da companhia feita por quatro analistas diferentes, em datas distintas, todas essas antes da data de suposta atuação conjunta da REAG e ARC Capital.

Os estudos foram feitos com base em análises fundamentalistas, ou seja, via fluxo de caixa descontado, e todos os resultados, exceto da JP Morgan, apresentaram resultados de preço-alvo abaixo da concluída no laudo da Apsis e na oferta de OPA. A tabela a seguir resume os resultados:

Instituição	Analista	Preço-alvo	Recomendação	Data
Bofa Merrill Lynch	Fred Mendes	R\$ 3,02	underperform	08/11/2022
BTG Pactual	Luiz Guanais	R\$ 4,00	neutral	29/03/2023
JP Morgan	Marcelo Santos	R\$ 6,00	overweight	20/04/2023
UBS	Vinicius Strano	R\$ 3,10	neutral	08/05/2023

Fonte: <https://ri.getninjas.com.br/servicos-aos-investidores/cobertura-de-analistas/>

c. Como notado na tabela acima, três dos quatro analistas consideraram que a performance das ações da GETNINJAS eram *underperform* ou *neutral*, ou seja, indicando um desempenho pior ou igual ao índice de referência, já em datas anteriores de outubro de 2023.

d. A JP Morgan, único analista que apresentou recomendação de *overweight* em abril de 2023, revisou sua recomendação meses depois, dando um *downgrade* para *neutral*, sob o argumento de que a GETNINJAS deve continuar apresentando EBITDA negativo, baixo crescimento e queima de caixa no curto prazo. (Fonte: <https://braziljournal.com/jp-morgan-corta-enjoei-e-GETNINJASs-por-falta-de-catalistas-acoes-negociam-abaixodo-caixa/>)

e. Por último, destacamos que os *targets prices* apresentando no S&P Capital IQ apresentaram resultados próximos ou abaixo do calculado no laudo da Apsis, evidenciando convergência na visão da avaliadora e de *players* do mercado.

Target Price	data-base (30/09/2023)	Últimos três meses (30/06/2023)	Últimos nove meses (30/12/2022)
NINJ3	R\$ 2,95	R\$ 2,95	R\$ 4,95

VIII. Visão de abordagem de custo: Consiste no valor do patrimônio líquido apurado de acordo com a última demonstração financeira publicada por GETNINJAS na data-base da avaliação. Listamos abaixo os motivos pelos quais entendemos que essa metodologia não é a mais adequada para a definição do valor das AÇÕES DA GETNINJAS:

- a. Tendo em vista que se trata de um método estático, com foco apenas no saldo contábil, não considera a existência de mais-valias ou menos-valias em diversos ativos e passivos da companhia;
- b. Logo, essa metodologia também não considera cenário de resultados futuros, sejam eles positivos ou negativos. Assim, um cenário de ganho ou queima de caixa e resultados negativos/positivos acaba sendo desconsiderado no resultado, o que torna a metodologia inapropriada para o momento de GETNINJAS;
- c. Devido ao seu caráter estático e que desconsidera resultados futuros da empresa, essa metodologia pode ser apropriada por exemplo, a um cenário em que não há expectativa de continuidade operacional de uma empresa, o que não é o caso da GETNINJAS, que ainda há clara expectativa de mercado de queima de caixa operacional. Mesmo que a empresa optasse por encerrar suas operações, teriam diversos custos envolvidos, como despesas trabalhistas, contingências e outras despesas de encerramento da operação, que diminuiriam o valor nesse cenário.

### **ALEGAÇÃO DE ERROS NO FLUXO DE CAIXA:**

Seguindo pelo conteúdo do relatório do Denunciante, tem-se a alegação de que “o avaliador teria cometido erros na avaliação do fluxo de caixa”. No entanto, diferente do que Denunciante alega no curso do documento, na verdade, a metodologia do fluxo de caixa descontado foi feita dentro das boas práticas e técnicas de avaliação, o que não significa que seja uma metodologia livre de incertezas projetivas, ainda mais no caso da GETNINJAS que possui resultados negativos históricos. Vamos aos esclarecimentos.

#### Considerações iniciais

- O critério do fluxo de caixa, em um contexto de uma empresa que nunca apresentou resultado operacional (EBITDA) positivo e que não há nenhuma evidência na data base do laudo dessa concretização, pode não ser o mais adequado (conforme descrito no laudo de avaliação), visto que há extrema incerteza quanto a realização de premissas e/ou o momento em que elas irão se concretizar.
- Indo além, a taxa de desconto tem como principal papel, trazer a valor presente o resultado futuro do fluxo de caixa projetado, sendo ela um fator importante que aponta para o risco x retorno do fluxo que está sendo projetado. Assim sendo, quanto (i) maior a incerteza e (ii) mais otimista for o fluxo, maior deverá ser a taxa de desconto.
- O Denunciante apresenta desconhecimento ao teor completo do laudo, uma vez que conclui que o valor operacional, de acordo com o laudo, seria de R\$ -775.000,00 (menos 775 mil reais). Em uma leitura atenta ao laudo, pode-se perceber na tabela de “valor econômico de GETNINJAS” na página 28 do laudo que, há o somatório do efeito do prejuízo fiscal, e, portanto, o laudo conclui o valor operacional por um range de 6.178 milhões a - 3.349 milhões, sendo o valor central, positivo, em 64 mil reais.
- Conforme demonstrado acima, analistas de mercado também avaliam a empresa com base em análise fundamentalista e no fluxo de caixa descontado para saber se há recomendação de compra ou venda das ações. Conforme demonstrado, a avaliação dos analistas de mercado não diverge significativamente da avaliação da Apsis.

#### Considerações sobre alegações de erros materiais

O Denunciante aponta que a metodologia do fluxo de caixa apresenta dois erros materiais. Contudo, tal alegação, carece de fundamentação técnica. De toda forma, visando a transparência e contribuição ao caso, torna-se relevante elucidar estes dois itens.

#### Argumento do Denunciante:

##### ***(i) Consideração da taxa de crescimento do PIB potencial na perpetuidade;***

#### Considerações do avaliador:

- A utilização de crescimento real na perpetuidade, ou seja, apresentar que a companhia para sempre, conseguirá ter crescimentos acima da inflação, pode indicar um aumento “infinito” de uma penetração e market share, o que é incomum. Inclusive, no mercado de avaliação, em breve pesquisa no site da CVM, foi possível encontrar 06 (seis) laudos, entre 2017 e 2022, elaborados por diversos

avaliadores, apresentando nenhum crescimento real na perpetuidade. Neste contexto, se a alegação do Denunciante, fosse uma verdade absoluta, todos estes laudos registrados na CVM, bem como todas as Companhias, tais quais: Fator, PWC, Ipê Investimentos e KPMG possuiriam erros materiais em suas avaliações, o que provavelmente não é o caso. Desta forma, além de ser incomum a utilização de tal premissa de crescimento real, a alegação de um erro material se aproxima de uma possível expectativa otimista de enxergar uma premissa mais agressiva no fluxo de caixa, do que efetivamente um erro na avaliação. Segue tabela abaixo:

Ano	Empresa	Avaliadora	Prêmio de tamanho	Crescimento Real na Perpetuidade
2017	Afluente G	Fator Investment Banking	3,74%	0,0%
2019	Tarpon Investimentos	PWC	1,75%	0,0%
2019	Lojas Hering	Ipê Investimentos	3,67%	0,0%
2020	Elekeiroz	KPMG	3,40%	0,0%
2020	Nexoleum	KPMG	5,40%	0,0%
2022	Get Net	KPMG	1,12%	0,0%

Fonte: <https://sistemas.cvm.gov.br/?opa>

- *O estudo realizado pela American Society of Appraisers (“ASA”) destaca que a taxa de crescimento de longo prazo deve ser uma taxa que possa ser sustentada para sempre. Nesse sentido, todas as empresas estão sujeitas a ciclos de vida, como: i) crescimento rápido (fase de arranque); ii) crescimento; iii) estagnação (baixo ou nenhum crescimento); iv) morte (descontinuidade operacional), e a taxa de longo prazo deve considerar a posição da companhia no ciclo de vida. Conforme exposto neste documento, a GETNINJAS atravessa um momento difícil nos últimos anos, com uma queda de receita operacional bruta de 9,2% em 2022 e com players e analistas de mercado precificando um cenário de crescimento baixo para companhia. Considerar um crescimento real na perpetuidade só resultaria em mais riscos e incertezas ao fluxo projetado, já que não há evidências mercadológicas que traga conforto aos avaliadores para a adoção dessa premissa.*

- *Ainda, o ASA critica o uso do PIB de longo prazo como premissa de crescimento real na perpetuidade. No estudo, a entidade considera equivocada essa premissa, uma vez que o crescimento do PIB real, no longo prazo, é largamente alimentado por novos negócios e o surgimento de novas tecnologias, que muito provavelmente, não guardam relação com o modelo de negócios e tecnologia adotada pela empresa-objeto da avaliação.*

- *Importante relembrar que, um fluxo de caixa com premissas mais agressivas, ensejaria uma taxa de desconto também mais agressiva. Portanto, a simples análise do aumento das projeções no fluxo como por exemplo, o crescimento maior na perpetuidade da empresa, ensejaria uma revisão da taxa de desconto para o cálculo do valor presente.*

Argumento do Denunciante:

***(ii) Correção do prêmio de risco por tamanho de 7,80% (incoerência teórica, maior inclusive que o prêmio de risco de mercado calculado), para 1,75%, conforme laudo de avaliação da Tarpon Investimentos, cuja fonte é a Ibbotson, com ajustes pela PwC”***

*Ainda sobre o tema, Denunciante alega no item 42 do relatório que a Apsis “quis” adicionar prêmio de tamanho e risco país ao laudo, algo que, segundo o Denunciante não seria previsto na formulação do CAPM.*

Considerações do avaliador:

- *A Apsis adota a metodologia de taxa de desconto baseada nas melhores práticas de avaliação em todo o mercado. A necessidade de adoção de prêmio de tamanho foi demonstrada pela primeira vez, em 1981, por Rolf Branz. O estado evidenciou que as empresas menores têm taxas de retorno mais elevadas do que as empresas maiores. O risco total, ou o desvio padrão dos retornos anuais, aumenta com a diminuição do tamanho da empresa. Como resultado, na maioria das avaliações de empresas, a fim de ter em conta o risco adicional e as taxas de retorno mais elevadas exigidas para as pequenas empresas, é adicionado um prêmio de tamanho.*

- *Uma outra contribuição verificada é a adoção do Country Risk Premium (“prêmio de risco país”), representando basicamente o retorno adicional que um investidor exigiria, em acréscimo à taxa de retorno livre de risco no mercado internacional, em um investimento que ocorre em algum país. Tendo em vista que a GETNINJAS opera somente no Brasil, consideramos o Risco-Brasil na composição da taxa de desconto. Utilizamos o índice de EMBI+, desenvolvido pela JP Morgan, como fonte para a taxa considerada.*

• Sendo assim, fica evidente que a utilização de prêmios de risco na composição da metodologia de CAPM não se traduz em uma “vontade” da Apsis em adicionar riscos à empresa, mas sim a coerência metodológica utilizada de forma independente para as avaliações realizadas. Não obstante, conforme apresentado na tabela da página 07 (sete), através de uma breve pesquisa de laudos de OPA na CVM, entre o período de 2017 a 2022, verificamos, pelo menos, 06 (seis) laudos de avaliação elaborados por empresas diferentes que apresentam prêmio de tamanho na taxa de desconto.

• O laudo de avaliação, apresenta um range de taxa de desconto bastante abrangente, com uma variação de 10% entre a menor e a maior taxa. Sendo assim, o relatório mostra que o resultado do fluxo de caixa, apresenta um valor de R\$ 5,59/ação para uma taxa de desconto de 18,9% e de R\$ 5,40/ação para uma taxa de desconto de 28,9%. Desta forma, o laudo foi bastante transparente em apresentar um range de valores com taxas distintas, bem como seus resultados para a completa análise do leitor;

• A comparação, bem como a solicitação do Denunciante pelo ajuste de prêmio de tamanho da GETNINJAS no laudo de avaliação, utilizando como base o prêmio de tamanho de 1,75% em laudo da PWC feito para a Tarpon Investimentos, esbarra no desconhecimento técnico sobre a montagem da taxa de desconto, o qual vamos elucidar logo abaixo:

o Anualmente o ibbotson atualiza sua tabela de valores, sendo o valor de 2017 um número bastante defasado. A Apsis utilizou em seu relatório, os números do ibbotson de 2023, conforme a data base da avaliação em conformidade com a excelência técnica e atualização necessária para elaboração de laudo de avaliação. Para não restar dúvidas, a seguir colamos a tabela do ibbotson de 2023, com a abertura do microcap utilizado pela Apsis.

(US\$ mil)			
DECIL	Menores Companhias (000*USD)	Maiores Companhias (000*USD)	Prêmio de Tamanho (Retorno em excesso do CAPM)
Mid Cap (3 - 5)	2.365.425	12.323.854	0,62%
Low Cap (6 - 8)	377.076	2.365.076	1,21%
MicroCap - 10b	2.015	123.803	7,83%

o Na tabela acima, é visível que tecnicamente não há nenhum erro material, muito menos técnico, em utilizar o prêmio de tamanho de 7,83%, uma vez que o valor da GETNINJAS, por qualquer uma das metodologias analisadas, fica entre 2 milhões de dólares e 123 milhões de dólares. Além da tabela apresentada, trazemos também a abertura ainda mais detalhada do microcap acima, que consta na tabela do ibbotson. Veja a seguir.

(US\$ mil)				
DECIL	Menores Companhias (000*USD)	Maiores Companhias (000*USD)	Prêmio de Tamanho (Retorno em excesso do CAPM)	
Mid Cap (3 - 5)	2.365.425	12.323.854	0,62%	
Low Cap (6 - 8)	377.076	2.365.076	1,21%	
MicroCap - 10b	2.015	123.803	7,83%	
	10y	79.470	123.803	6,37%
	10z	2.015	78.783	10,99%

o Na tabela acima, é possível analisar que, ao destrinchar o range de valores que compõem o prêmio de 7,83%, há a possibilidade de se considerar um risco ainda maior, no montante de 10,99%. Como apresentado na tabela, o prêmio de 10,99% refere-se a empresas de tamanho que variam de 2 milhões de dólares, a 78,7 milhões de dólares. Em uma conversão de dólar de 5 reais (próximo ao da data base do laudo), o avaliador tem a possibilidade de atribuir 10,99% de risco para empresas com valores entre 10 milhões de reais a 394 milhões de reais, que é o caso da GETNINJAS, sem incorrer em nenhum erro.

o Ao fim, com relação a taxa de desconto, importante destacar que o trecho do CPC 46, item B16, conforme a seguir:

Os participantes do mercado geralmente buscam compensação (ou seja, prêmio de risco) por suportar a incerteza inerente ao fluxo de caixa de ativo ou passivo. A mensuração do valor justo deve incluir um prêmio de risco que reflita o valor que os participantes do mercado exigiriam como compensação pela incerteza inerente aos fluxos de caixa. Do contrário, a mensuração não representaria fielmente o valor justo. Em alguns casos, pode ser difícil determinar o prêmio de risco

apropriado. Contudo, o grau de dificuldade por si só não é razão suficiente para excluir o prêmio de risco.

o Concluindo, dado o CPC 46 e dado a explicação técnica sobre o ibbotson, além de todas as incertezas inerentes ao fluxo de caixa já citados e que serão aprofundados no restante deste Parecer, o prêmio de 7,83% mostra-se bastante razoável e isento de erro. A Apsis reforça, novamente, que o laudo de avaliação não é vinculante a oferta feita para a GETNINJAS e que, no laudo de avaliação, no anexo 1, de forma transparente e elucidativa ao leitor, foi apresentado o resultado do fluxo de caixa, com o cenário de uma variação de 10 p.p. na taxa de desconto entre o range de valores, respeitando os limites e regras indicados pela CVM em sua Resolução 85/22. Destacase que tal variação tão expressiva na taxa, apresenta a baixa sensibilidade no resultado final, que varia cerca de 2% para cima ou para baixo no range apresentado.

#### Considerações sobre demais alegações

Além dos pontos já abordados nos tópicos anteriores, o Denunciante, apresenta três outras alegações com relação ao conteúdo técnico do laudo. Sendo elas: (i) Crescimento da Receita da Empresa, (ii) Margem Operacional da empresa e (iii) Prejuízo Fiscal Acumulado. Vamos abordar estes temas a seguir, mas antes, importante trazer alguns trechos do CPC 46 que dispõe sobre valor justo.

- CPC 46 – Valor justo. Item 3: “Quando o preço para um ativo ou passivo idêntico não é observável, a entidade mensura o valor justo utilizando outra técnica de avaliação que maximiza o uso de dados observáveis relevantes e minimiza o uso de dados não observáveis. Por ser uma mensuração baseada em mercado, o valor justo é mensurado utilizando-se as premissas que os participantes do mercado utilizariam ao precificar o ativo ou o passivo, incluindo premissas sobre risco.”

- CPC 46 – Valor justo. Item 74: A disponibilidade de informações relevantes e sua relativa subjetividade podem afetar a escolha de técnicas de avaliação apropriadas (vide item 61). Contudo, a hierarquia de valor justo prioriza as informações (inputs) das técnicas de avaliação e não as técnicas de avaliação utilizadas para mensurar o valor justo. Por exemplo, a mensuração do valor justo desenvolvida utilizando-se uma técnica de valor presente pode ser classificada no Nível 2 ou no Nível 3, dependendo das informações que sejam significativas para a mensuração como um todo e do nível da hierarquia de valor justo em que essas informações (inputs) sejam classificadas.

- CPC 46 – Valor justo. Item 80: Se a entidade detiver uma posição em um único ativo ou passivo (incluindo uma posição que compreender um grande número de ativos ou passivos idênticos, como, por exemplo, a detenção de instrumentos financeiros) e esse ativo ou passivo for negociado em mercado ativo, o valor justo do ativo ou passivo é mensurado no Nível 1 como o produto entre o preço cotado para o ativo ou passivo individual e a quantidade detida pela entidade. Esse é o caso mesmo quando o volume de negociação diária normal do mercado não é suficiente para absorver a quantidade detida e a emissão de ordens de venda da posição em uma única transação pode afetar o preço cotado.

- CPC 46 Apêndice A:

o “informações (inputs) de Nível 1 Preços cotados (não ajustados) em mercados ativos para ativos ou passivos idênticos a que a entidade possa ter acesso na data de mensuração.

o informações (inputs) de Nível 2 Informações (inputs) que são observáveis para o ativo ou passivo, seja direta ou indiretamente, exceto preços cotados incluídos no Nível 1.

o Informações (inputs) de Nível 3 Dados não observáveis para o ativo ou passivo.”

Com base na leitura dos itens acima extraídos do CPC 46, e considerando que abordaremos a seguir o tema da metodologia do fluxo de caixa, para discutir os 3 itens citados, a Apsis, de forma independente, maximizou o uso de dados observáveis relevantes, ou seja, resultados efetivamente apresentados pela empresa e minimizou dados não observáveis, sendo certo que, com base em toda a incerteza e números negativos apresentados nos resultados históricos da companhia, o conceito de valor justo para o fluxo de Caixa da GETNINJAS, se enquadra em um critério de hierarquia entre o nível II e III. Isto posto, vamos aos esclarecimentos:

(i) Crescimento da Receita da Empresa

- O Denunciante alega que a projeção da empresa deveria ser muito maior do que a apresentada no laudo, inclusive no longo prazo. Contudo, não há qualquer evidência e confiabilidade mercadológica na data base do trabalho de Setembro de 2023, em que a empresa efetivamente alcançará tais cifras almejadas.

- Sobre as informações de partida, na tabela abaixo, é possível verificar a Receita Operacional Bruta da empresa nos últimos 3 anos. Percebe-se que, mesmo com alto caixa disponível e todo o

potencial da companhia, sua receita não cresceu. Pelo contrário, o avaliador se deparou com o decréscimo da receita, mesmo em período pós pandemia. Cumpre analisar ainda que a inflação de Acumulada do começo de 2021 até setembro de 2023 foi cerca de 20%, e de começo de 2022 até Set/2023, seu resultado acumulado fica na casa dos 10% conforme dados públicos divulgados pelo IBGE. Ou seja, em ambas as análises, a GETNINJAS apresentou um resultado negativo de crescimento real da receita, visto que não conseguiu crescer ao menos a inflação sobre suas vendas.

DRE HISTÓRICO GETNINJAS (R\$ mil)	2021	2022	SET 2023	2023 (Anualizado)
RECEITA OPERACIONAL BRUTA	70.482,0	64.020,0	53.402,0	71.202,7

- No contexto dos 3 últimos anos com faturamento estagnado, onde não há o crescimento de receita ou ao menos crescimento pela inflação, o exercício do Denunciante em enxergar um crescimento real (acima da inflação) no longo prazo em laudo de avaliação com data base em setembro de 2023, se apresenta muito mais como um desejo e/ou expectativa eivado de subjetividade do que um equívoco técnico do laudo.

- Ainda nesse contexto, apesar da empresa decair seu faturamento em termos reais, o laudo de avaliação considerou um crescimento relevante da empresa para 2024, 2025 e 2026. Diante dessa informação, não se suporta a alegação que o laudo possui teor “ultraconservador”.

PROJEÇÃO OPERACIONAL GETNINJAS (R\$ mil)	2021	2022	SET 2023	4º TRI 2023	2024	2025	2026
RECEITA OPERACIONAL BRUTA (ROB)	70.482	64.020	53.402	17.955	86.227	96.239	105.466
(% crescimento ROB)		-9,2%		11,5%	20,8%	11,6%	9,6%

- Isto posto, na tabela acima é possível comparar os últimos 3 anos históricos, com os próximos 3 anos projetados. Historicamente, a empresa decresceu em faturamento real, enquanto na projeção há um crescimento de 20,8% já em 2024, depois 11,6% em 2025 e 9,6% em 2026. Dado os fatos, ainda que para o leitor deste Parecer, transpareça que houve elevado otimismo na projeção da Apsis, destacamos que a projeção de 2024 e 2025 foi feita com base em uma análise histórica ainda mais longa, antes de ocorrer a Pandemia e se pautou em projeções de analistas de mercado, resumida e apresentada em projeções da empresa Capital IQ.

- É importante ressaltar, novamente, que, quão mais otimista o fluxo, maior a taxa de desconto a ser utilizada. Portanto, de forma a não projetar crescimentos futuros acumulados sobre o grande crescimento já considerado em 2024 e 2025, o que além de muito subjetivo, não traria conforto ao avaliador, foi considerado no laudo de avaliação uma curva de estabilização para a inflação no longo prazo e assim, calcular a perpetuidade. O tema da perpetuidade já foi tratado anteriormente.

(ii) Margem Operacional da empresa

O Denunciante alega que “Ainda sobre as premissas adotadas, chegou-se em uma margem líquida de perpetuidade de 4,3% e uma virada de prejuízo para lucro operacional apenas em 2027, quando, na verdade, já nos últimos trimestres, a companhia deu lucro líquido (considerando resultado financeiro) e já era esperada uma passagem de lucro operacional negativo para lucro operacional positivo no ano de 2024 ou 2025.

- Dentro desse cenário, vamos também apresentar as informações públicas históricas a seguir:

DRE HISTÓRICO GETNINJAS (R\$ mil)	2021	2022	SET 2023	2023 (Anualizado)
EBITDA	(52.088,0)	(48.671,0)	(17.715,0)	(23.620,0)

- É possível perceber que a empresa, como bem indicado pelo Denunciante, tem apresentado uma melhora de margem e maior eficiência. Porém, com base em todo o histórico, não é possível observar concretamente e afirmar com confiança, se e quando, a companhia irá passar a apresentar resultado operacional (EBITDA) positivo, ainda que o Denunciante afirme que é esperado que ocorra em 2024 ou 2025. Sobre isso, importante ainda destacar 2 pontos de suma relevância:

O fato de a empresa passar a apresentar resultado líquido positivo, considerando uma receita financeira conforme mencionado pelo Denunciante, não gera impacto direto no fluxo de caixa da firma. Seu efeito é observado dentro da avaliação pela metodologia do fluxo de caixa da firma, no momento do somatório entre o valor operacional com os ativos e passivos não operacionais registrados na data base. Portanto, não há o que se discutir sobre lucro líquido com base na receita financeira, sob pena de se cometer um pois incorreríamos em erro metodológico e dupla contagem em resultados ou análises.

o Na projeção do laudo, apesar do EBITDA histórico negativo, a Apsis projetou que já em 2025 a empresa passará a apresentar Ebitda Positivo, o que vai de encontro ao argumento do

ultraconservadorismo colocado pelo Denunciante e acaba por conversar com sua visão de resultado operacional citado para o ano de 2025.

(iii) *Prejuízo Fiscal Acumulado*

- *O Denunciante alega que a avaliação independente realizada pela Apsis ignorou o benefício tributário devido pela GETNINJAS por possuir prejuízos acumulados. Essa alegação é equivocada, já que foi considerada uma base negativa de prejuízo fiscal acumulada de curto prazo de aproximadamente 5 milhões.*
- *A demonstração financeira auditada também apresenta um saldo de prejuízo fiscal não reconhecido de R\$ 113.274 mil. O não reconhecimento desse saldo é motivado pela incerteza da capacidade de aproveitamento da base de prejuízo fiscal no médio e longo prazo, por isso não foi considerado no cálculo da Apsis.*

Descrição	Controladora e consolidado	
	30/09/2023	31/12/2022
Prejuízo fiscal não reconhecido	(113.274)	(111.530)

- *Apesar disso, apenas para fins de transparência, simulamos o impacto na avaliação do saldo total do prejuízo fiscal não reconhecido, ou seja, R\$ 113.274 mil.*

*Tendo em vista que o fluxo de caixa projetado considera uma base de cálculo de IR/CSLL negativa até 2026, os saldos de prejuízo fiscal vão se acumulando ao longo da projeção, alcançando o saldo máximo de R\$ 132.464 mil em 2026. Apenas a partir de 2027 é realizado o aproveitamento fiscal da base de prejuízo histórica no fluxo de caixa. Vale destacar que, com base nas leis tributárias vigentes, a empresa só pode aproveitar anualmente 30% (trinta por cento) do valor da base tributável ("EBIT"). Sendo assim, a empresa terminaria de aproveitar toda a sua base de prejuízo acumulada em 2055. Trazendo a valor presente o benefício econômico de prejuízo acumulado, encontramos um impacto irrelevante na conclusão do valor por ação de 0,008 reais por ação. Portanto, ainda que utilizássemos tal valor, o que não foi feito conforme elucidações já feitas acima, a diferença inferior a R\$ 0,01 por ação, dado toda a incerteza do fluxo, já torna irrelevante a análise.*

- *Importante destacar, que a partir de 2030, ano de perpetuidade, os benefícios econômicos gerados pela base de prejuízo fiscal forem calculados de maneira apartada do fluxo de caixa desconto. Ou seja, perpetuamos a alíquota de, aproximadamente, 34% de IR/CSLL no fluxo de caixa residual e somamos o valor presente dos benefícios econômicos gerados pela base de prejuízo fiscal remanescente a partir de 2030."*

## VIII. Nossas Considerações

21. Conforme expusemos de forma introdutória na parte inicial do presente documento, estamos encaminhando este caso para apreciação do Colegiado da CVM para tratar primordialmente de recurso interposto por [REDACTED] em face de entendimento manifestado por esta área técnica nos termos do Ofício nº 345/2023/CVM/SRE/GER-1, no sentido de que não seria cabível a atualização pela taxa Selic do preço da OPA, que foi estabelecido em função do disposto no art. 21 da Resolução CVM 85.

22. Como este mesmo tema foi abordado em Reclamação encaminhada à CVM posteriormente (tratada no âmbito do Processo CVM nº 19957.000445/2024-02), a qual solicitou a suspensão da Oferta por conta de eventuais irregularidades inseridas em seu âmbito (questão da vinculação entre a Ofertante e a Arc Capital, supostas irregularidades no laudo de avaliação e a necessidade de atualização do preço da OPA pela taxa Selic), de modo a dar o melhor aproveitamento ao Recurso, entendemos por bem trazer também à apreciação do Colegiado da CVM os temas que foram tratados até o presente momento no âmbito da Reclamação.

23. Cumpre citar que o tema da vinculação entre a Ofertante e a Arc Capital foi complementado pelo Reclamante às vésperas da conclusão do presente documento, com argumentos adicionais que estão ainda sendo diligenciados pela SRE e pela SEP, de modo que o entendimento desta área técnica aqui exposto sobre o tema em questão se baseia apenas nas alegações encaminhadas inicialmente, as quais entendemos não sustentar qualquer irregularidade no âmbito da Oferta, não ensejando, até o momento, a adoção de quaisquer providências adicionais.

24. Preliminarmente à análise do Recurso e da Reclamação, ressaltamos que o Recurso foi encaminhado à CVM de forma tempestiva, observando o disposto no art. 2º da Resolução CVM 46.

25. Não obstante, percebe-se que o Recurso não contou com requerimento de efeito suspensivo para que a Oferta fosse suspensa até a sua apreciação, conforme faculdade prevista pelo art. 7º da Resolução CVM 46.

26. Há de se destacar que esta área técnica poderia, ainda, ter dado o efeito suspensivo ao Recurso de ofício, caso julgasse haver justo receio de prejuízo de difícil ou incerta reparação decorrente da execução da decisão,

conforme preceitua o art. 7º da mesma Resolução.

27. Não obstante, entendemos que eventual conhecimento do Recurso pelo Colegiado da CVM e a consequente reforma do entendimento da SRE sobre a autalização monetária do preço da OPA não causaria prejuízo de difícil ou incerta reparação aos destinatários da Oferta, haja vista que, nessa hipótese, poderia ser determinado o pagamento da diferença de preço aos acionistas que alienaram suas ações no leilão da OPA, bem como a CVM poderia determinar à Ofertante a obrigação de adquirir ações ao novo preço dos acionistas que não alienaram suas ações no leilão, procedimentos que são ordinariamente previstos pela Resolução CVM 85 em determinadas modalidades de OPA, portanto passíveis de serem adotados na presente Oferta a depender da decisão do Colegiado da CVM.

28. A nosso ver, essas eventuais providências eliminariam quaisquer prejuízos aos destinatários da Oferta, motivo pelo qual entendemos que o mais adequado seria o prosseguimento da OPA, cujo leilão foi realizado em 24/01/2024, e a apreciação do presente Recurso, sem a suspensão da OPA, dentro do prazo regulamentar previsto no parágrafo único do art. 4º da Resolução CVM 46.

29. Da mesma forma, entendemos que a Reclamação, embora não tenha se tratado de um recurso contra decisão da SRE, não deveria causar a suspensão da Oferta, em analogia ao entendimento supra, pois eventual alteração no preço da Oferta decorrente de deliberação do Colegiado da CVM poderia ensejar complementação de preço aos acionistas que alienaram suas ações na OPA e sua extensão aos demais acionistas da Companhia.

### **VIII.1 Do Recurso**

30. Em relação ao Recurso, cabe destacar, primeiramente, que a OPA da Companhia se faz necessária para cumprir com o seguinte dispositivo estatutário abaixo transcrito:

*"Seção II – Atingimento de Participação Relevante*

*Artigo 55. Caso qualquer pessoa (incluindo, sem limitação, qualquer pessoa natural ou jurídica, fundo de investimento, condomínio, carteira de títulos, universalidade de direitos, ou outra forma de organização, residente, com domicílio ou com sede no Brasil ou no exterior) ou grupo de acionistas, que adquira ou se torne titular, de forma direta ou indireta, por meio de uma única operação ou de diversas operações (inclusive, sem limitação, por meio de qualquer tipo de associação que dê origem a um Grupo de Acionistas ou adesão a grupo de acionistas pré-existente), de ações de emissão da Companhia ou Outros Direitos de Natureza Societária sobre ações de emissão da Companhia, que representem, em conjunto, 25% (vinte e cinco por cento) ou mais do total das ações de emissão da Companhia (excluídas ações mantidas pela Companhia em tesouraria) ("Participação Relevante") ("Ofertante") deverá (a) imediatamente divulgar tal informação à Companhia, e (b) realizar uma oferta pública de aquisição de ações da totalidade das ações de emissão da Companhia nos termos previstos neste Artigo 55 ("OPA por Atingimento de Participação Relevante").*

*Parágrafo Primeiro - O preço de aquisição por ação de emissão da Companhia a ser ofertado na OPA por Atingimento de Participação Relevante deverá ser pago em moeda corrente nacional e à vista e corresponderá à cotação média ponderada das ações de emissão da Companhia na B3 nos 30 (trinta) pregões que antecederem a aquisição ou evento que resultou no atingimento de Participação Relevante, atualizado pela Taxa SELIC até a data do efetivo lançamento da OPA por Atingimento de Participação Relevante.*

*(...)"*

31. Em linha com o disposto acima, a Ofertante se viu obrigada a realizar a OPA da Companhia após atingir a participação de 25% de seu capital social, em 11/10/2023.

32. Quanto à apuração do preço da OPA, que deveria observar o disposto no parágrafo único do art. 55 do Estatuto da Companhia, este seria de R\$ 4,61 por ação, a ser atualizado pela taxa Selic de 11/10/2023 até o efetivo lançamento da OPA, ocorrido em 12/12/2023, o que resultaria no valor atualizado de R\$ 4,70 por ação, segundo atualização realizada por meio do site do Banco Central.

33. Ocorre que, em 13/10/2023, a Ofertante adquiriu ações de emissão da Companhia na bolsa de valores ao preço de R\$ 5,00 por ação, devendo observar, em função disso, o disposto no art. 21 da Resolução CVM 85, nos seguintes termos:

*"Art. 21. O preço por ação da OPA não pode ser inferior ao maior preço por ação pago pelo ofertante ou pessoas vinculadas em negócios realizados durante o período da OPA.*

*Parágrafo único. Caso o ofertante ou pessoas vinculadas adquiram ações após a divulgação do edital por preço superior ao preço ofertado, o ofertante deve, dentro de 24 (vinte e quatro) horas, aumentar o preço da OPA, mediante modificação do respectivo instrumento, nos termos do art. 6º."*

34. Diante de referida previsão normativa, a Ofertante divulgou o Edital da Oferta ao preço de R\$ 5,00 por ação, fazendo com que a OPA apresentasse preço: (i) superior ao preço apurado nos termos de seu Estatuto Social; e

(ii) não inferior ao maior preço por ação pago pelo ofertante ou pessoas vinculadas em negócios realizados durante o período da OPA.

35. Entendemos que o referido dispositivo normativo tem o condão de preservar o tratamento equitativo no âmbito das OPAs, não permitindo que seu ofertante beneficie determinados investidores com aquisições anteriores ao leilão a preços superiores ao da oferta.

36. Nada obstante, entendeu a CVM, ao editar essa regra, que uma atualização monetária para tratar do lapso temporal existente entre a data da aquisição de ações pelo ofertante anteriormente ao leilão e a data do próprio leilão seria desnecessária.

37. Se assim fosse, a Resolução CVM 85 teria previsto essa atualização para a regra constante do art. 21 expressamente, assim como o fez com relação a outras regras da mesma Resolução em que entendeu importante garantir ao investidor a atualização do valor do dinheiro no tempo, como no inciso I e no § 2º do art. 13[25], no art. 18[26], no caput do art. 23[27], no caput do art. 29[28], no § 7º do art. 33[29] e no § 1º do art. 37[30].

38. Assim, embora a insatisfação manifestada por meio do Recurso seja compreensível, fato é que a atualização de preço almejada pelo Recorrente não encontra amparo na regulamentação aplicável, não sendo cabível, em nosso entendimento, ao presente caso.

39. Entendemos ainda que a Consulta Pública SDM 05/23, que tratará da reforma das regras de OPA, é uma boa oportunidade para que a CVM se debruce sobre eventual necessidade de inclusão expressa de atualização do preço previsto pelo atual art. 21 da Resolução CVM 85, sendo este o melhor caminho, em nosso entendimento, para endereçar a matéria.

40. Há que se verificar, ainda, a perspectiva do Ofertante no presente caso, que pode ter decidido adquirir ações de emissão da Companhia no Período da OPA por R\$ 5,00 considerando que a regra não o obrigaria a atualizar este valor ao aplicá-lo como preço da OPA. Poderia o Ofertante, se fosse obrigado a atualizar o valor pela taxa Selic, como requer o Recorrente, ter decidido não adquirir qualquer ação a R\$ 5,00, mas sim por preço abaixo, de modo que o valor atualizado fosse corresponder aos R\$ 5,00, preço que talvez seja o seu limite teórico para a realização de OPA destinada a todas as ações de emissão da Companhia.

41. Quanto à alegação do Recorrente de que o fato de o dispositivo estatutário que define o preço da OPA prever uma atualização pela taxa Selic conduziria à interpretação de que o preço da OPA, ao ser estabelecido por força do art. 21 da Resolução CVM 85, deveria também sofrer a mesma atualização prevista pelo Estatuto Social, entendemos que tal alegação não merece prosperar, uma vez que são regras de preço (a do Estatuto e a do art. 21 da Resolução CVM 85) que não se comunicam entre si, vigorando ao caso uma ou outra, sempre a que for maior, conforme corretamente aplicado pelo Ofertante no âmbito da OPA.

42. Ante o exposto, entendemos que o preço da OPA de R\$ 5,00 por ação, sendo superior ao preço determinado pela aplicação do art. 55, §1º, do Estatuto Social da Companhia atualizado pela taxa Selic (R\$ 4,70), e equivalente ao maior preço por ação pago pelo ofertante em negócios realizados durante o período da OPA (R\$ 5,00), observa plenamente os requisitos normativos e estatutários.

43. Por fim, *"considerando que se trata da primeira OPA por poison pill no mercado de capitais brasileiro, o Requerente [Recorrente] solicita que a I. Área Técnica verifique, pelos meios cabíveis, se a Ofertante ou parte relacionada sua adquiriu quaisquer ações da Companhia por valor superior a R\$ 5,00 após o início do período da OPA (11.10.23)".*

44. Diante desse pleito, verificamos a existência de negociações com ações de emissão da Companhia no mercado entre os dias 12/12/2023 e 02/01/2024 acima do Preço da OPA (ou seja, acima de R\$ 5,00 por ação).

45. Assim, solicitamos à SMI a apuração sobre se no período acima mencionado houve aquisição de ações por parte de qualquer dos CNPJs que seriam relativos ao ofertante da OPA ou pessoas a ele vinculadas (Empresas ligadas à REAG DTVM S.A., Fundos de Investimento administrados ou geridos pela REAG DTVM S.A., excluídos os Fundos classificados como Imobiliários ou de Renda Fixa).

46. Por sua vez, a SMI, em 07/02/2024, nos comunicou que *"Não foram encontradas operações de aquisição acima de R\$ 5,00 de NINJ3 por parte dos CNPJs listados entre os dias 12/12/2023 e 02/01/2024."*

## **VIII.2 Da Reclamação**

47. Com relação à Reclamação, são trazidos, resumidamente, os seguintes argumentos que justificariam, na visão do Reclamante, a suspensão da OPA: (i) a Ofertante e a Arc Capital seriam pessoas vinculadas, de modo que, considerando-se a participação conjunta desses acionistas, a ultrapassagem do limite de participação relevante que ensejou a realização da OPA teria ocorrido anteriormente, o que supostamente faria com que a OPA tivesse que ser realizada a um preço superior; (ii) o laudo de avaliação elaborado pela Ofertante de modo a cumprir com o disposto no art. 9º da Resolução CVM 85 conteria vícios e erros em suas premissas, depreciando o valor econômico das ações de emissão da Companhia; e (iii) como pedido subsidiário, que a CVM exija a atualização pela taxa Selic do preço da Oferta, em linha com o pleito realizado pelo Recorrente.

48. Em relação à suposta vinculação entre a Arc Capital e a Ofertante, com base nas informações e alegações inicialmente trazidas pelo Reclamante, não encontramos indícios que suficientemente comprovariam que esses acionistas atuem representando o mesmo interesse, conforme definição constante do inciso VIII em conjunto com o § 2º, ambos do art. 3º da Resolução CVM 85:

*"Art. 3º Para os efeitos desta Resolução, entende-se por:*

*(...)*

*VIII – pessoa vinculada: a pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos que atue representando o mesmo interesse de outra pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos; e*

*(...)*

*§ 2º Presume-se representando o mesmo interesse de outra pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, quem:*

*I – o controle, direta ou indiretamente, sob qualquer forma, seja por ele controlado ou esteja com ele submetido a controle comum; ou*

*II – tenha adquirido, ainda que sob condição suspensiva, o seu controle ou da companhia objeto, ou seja promitente comprador ou detentor de opção de compra do controle acionário da companhia objeto, ou intermediário em negócio de transferência daquele controle."*

49. O fato de ambas as instituições ocuparem o mesmo edifício, em andares diferentes, não comprova a alegada vinculação, visto se tratar de um endereço tradicional da Avenida Brigadeiro Faria Lima, contando com dezenas de outras instituições independentes que atuam no mercado financeiro, conforme alegaram a Ofertante e a Arc Capital.

50. Outro ponto trazido pelo Reclamante seria de que a Ofertante administra alguns fundos geridos pela Arc Capital o que, a seu ver, novamente denotaria a vinculação desses acionistas no capital social da Companhia.

51. Entendemos que a eventual atuação das duas instituições como contratados para atuar em diferentes funções em certos Fundos não os torna automaticamente pessoas vinculadas.

52. Nesse sentido, alega a Arc Capital que a participação da Ofertante como administradora de apenas 2 Fundos por ela geridos (ABCDE II FIA Classe única de resp. ilimitada e ARC I FI Mult Cred Priv IE) não seria indicativo de qualquer vinculação entre as partes, uma vez que é gestora de mais de 20 Fundos, sendo responsável por tomar todas as decisões pertinentes aos patrimônios por ela geridos de forma individual e independente, sem qualquer participação dos respectivos administradores, sendo que são contratados diversos administradores diferentes para a prestação de serviços aos Fundos por ela atualmente geridos.

53. Já a Ofertante esclareceu que é a maior administradora independente de Fundos de Investimento no Brasil, contando com um total de 541 Fundos administrados, sendo a gestão das respectivas carteiras desses fundos de responsabilidade de 32 gestoras externas diferentes, incluindo a ARC Capital, além de outras gestoras integrantes do grupo econômico da própria REAG. A Ofertante esclarece ainda que, do número total dos Fundos que administra, os Fundos geridos pela ARC Capital representam apenas 3,88%.

54. Ante o exposto, entendemos, com base nas alegações apresentadas na Reclamação, que a participação da Arc Capital como gestora e da Ofertante como administradora de uma parcela pequena de Fundos em que ambas atuam não comprovaria qualquer vinculação entre elas no âmbito da Companhia, uma vez que trata-se de prática comum na indústria de Fundos de Investimento.

55. Finalmente, o Reclamante alega que a Arc Capital votou em conjunto com a Ofertante na rejeição da proposta de redução de capital da Companhia em AGE realizada em 23/10/2023, o que só se justificaria, na visão do Reclamante, se ambos fossem integrantes de um mesmo grupo de acionistas, pois, em seu entendimento, a Arc Capital, se atuasse independentemente, deveria ter aceitado a redução de capital de R\$ 4,40 por ação e posteriormente realizado a alienação de suas ações na OPA a R\$ 5,00, conseguindo um total de R\$ 9,40 por ação.

56. O voto na mesma direção da Ofertante e da Arc Capital em assembleia de acionistas não representa, por si só, em nosso entendimento, comprovação de que tais acionistas sejam pessoas vinculadas, uma vez que, para tal, devem estar atuando um deles no interesse do outro, o que não pode ser confundido quando dois acionistas atuam em uma mesma direção por terem interesses similares em determinadas matérias. Deve-se observar que aquela deliberação contou com a rejeição por titulares de cerca de 60% das ações de emissão da Companhia que participaram do conclave, enquanto que a Ofertante e a Arc Capital eram titulares de cerca de 44% daquelas ações. Ademais, com base no mapa de votação da referida AGE, foi possível verificar que 45 acionistas presentes votaram contra a redução de capital, demonstrando que a matéria não era unanimidade entre os demais acionistas da Companhia, além da Ofertante e a Arc Capital.

57. Ademais, tais acionistas demonstraram, em suas manifestações, que em outras ocasiões houve divergências em seus votos, como, na mesma AGE que deliberou pela rejeição da redução de capital, onde a ARC

Capital absteve-se de votar em matéria que tratou da instalação e definição do Conselho Fiscal da Companhia, conforme proposto pela Ofertante.

58. Cite-se também que a Arc Capital apresentou candidato próprio para eleição individual de conselheiro de administração na AGE de 21/11/2023, enquanto a Ofertante indicou sua chapa com os cinco membros que queria eleger.

59. Ademais, há de se ressaltar que, caso a redução de capital da Companhia tivesse sido aprovada, seus acionistas teriam recebido R\$ 4,40 por ação, devendo esse valor ser deduzido do preço das ações da Companhia considerado para fins da OPA, para todas as cotações que foram consideradas na definição deste preço no período em que a redução de capital ainda não tivesse sido efetivada, uma vez que tal redução representaria saída de caixa da Companhia e redução imediata de seus ativos, com impacto em seu valor econômica na mesma proporção. Assim, caso ocorresse tanto a redução de capital como a OPA, esta seria realizada provavelmente a R\$ 0,60 por ação (R\$ 5,00 - R\$ 4,40), não havendo o recebimento em dobro do valor da redução de capital como alega o Reclamante.

60. Portanto, o voto pela rejeição da redução de capital da Companhia pela Arc Capital não nos parece antieconômico e que só poderia assim ser realizado para direcionar o interesse de ambos os acionistas (Ofertante e Arc Capital).

61. Dessa forma, com base nos elementos apresentados na Reclamação, não é possível caracterizar como pessoas vinculadas, para os fins da Resolução CVM 85, a Ofertante e a Arc Capital.

62. Nada obstante, conforme mencionamos anteriormente, o tema da vinculação entre a Ofertante e a Arc Capital foi complementado pelo Reclamante às vésperas da conclusão do presente documento, com argumentos adicionais que estão ainda sendo diligenciados pela SRE e pela SEP, de modo que o entendimento desta área técnica aqui exposto sobre o tema em questão se baseia apenas nas alegações encaminhadas inicialmente.

63. Eventualmente, caso haja alteração de entendimento após análise desse novo expediente encaminhado, atuaremos exigindo da Ofertante a adoção das providências que entendermos cabíveis, podendo o caso retornar ao Colegiado da CVM em sede de recurso.

64. Em relação a eventuais vícios do Laudo de Avaliação e erros em suas premissas, cabe destacar, primeiramente, que o preço da OPA não foi vinculado ao valor econômico apurado por meio do laudo de avaliação, podendo ser tal preço inclusive menor do que a avaliação realizada, o que poderia ter ocorrido no presente caso sem que houvesse qualquer obrigação de a Ofertante majorar o preço da OPA por conta disso.

65. Cabe lembrar que trata-se a Oferta de OPA voluntária, que, quando realizada pelo seu controlador (ou vinculados), pela própria companhia ou por administradores, deve contar com a elaboração do referido documento (art. 9º da Resolução CVM 85), com vistas a mitigar assimetrias informacionais existentes entre o ofertante (que seria um *insider* da companhia) e os demais acionistas. No presente caso, a Ofertante, a despeito de não ser ainda considerada como controladora, havia indicado diversos nomes para o conselho de administração da Companhia, os quais foram eleitos, de modo que passou a ser considerada como administradora anteriormente ao lançamento da Oferta.

66. Não obstante, ainda que o preço da OPA não esteja vinculado ao resultado encontrado pelo laudo de avaliação no presente caso, deve o referido documento atender plenamente à regulamentação aplicável, refletindo a opinião do avaliador e sendo consistente com as informações publicamente divulgadas pela Companhia e pelo mercado, para que exerça sua função de permitir aos destinatários da OPA uma tomada de decisão refletida e independente.

67. Assim, verificando-se as alegações do Reclamante bem como a manifestação da Apsis, entendemos que se encontram esclarecidos os questionamentos levantados pelo Reclamante, que, ao que nos parece, baseou-se em algumas informações defasadas encontradas em laudos de avaliação antigos, bem como apresenta projeções mais otimistas em relação ao futuro da Companhia quando se verifica a sua realidade ou as projeções calculadas pelo avaliador.

68. Ainda, o Reclamante questiona premissas utilizadas pela Apsis no cálculo do fluxo de caixa descontado, como a taxa de desconto utilizada e as projeções de crescimento da Companhia na perpetuidade.

69. Sobre as premissas utilizadas, ressalte-se que o Colegiado da CVM, em Decisão de 16/01/2024, no âmbito do Processo 19957.004081/2023-41 (Recurso contra Decisão da SRE - OPA por aumento de participação na Eucatex S.A. - Indústria e Comércio), por unanimidade e acompanhando manifestação da área técnica e manifestação de voto apresentada pela Diretora Marina Copola, decidiu pelo não provimento de um recurso que requeria a suspensão da OPA da Eucatex S.A. - Indústria e Comércio e que alegava inconsistência nas premissas utilizadas pelo avaliador na elaboração do laudo de avaliação da companhia objeto em questão.

70. Destacamos, abaixo, alguns trechos daquela Decisão:

"(...)

*Sobre a competência da CVM para aferir o preço apurado em avaliação, a SRE fez referência ao voto do ex-diretor da CVM Wladimir Castelo Branco Castro, no precedente referente ao Processo*

*CVM nº RJ2002/7753, acompanhado de forma unânime pelo Colegiado da CVM, em reunião de 17.04.2003, no sentido de que: “(...) não seria compatível com uma abordagem sistêmica da Lei que coubesse à CVM avaliar o preço da OPA em casos de alienação de controle, já que, como visto na extensa transcrição da Lei aí acima, quando se trata de cancelamento de registro, o preço da OPA é avaliado e discutido interna societatis, funcionando a CVM como mero disciplinador do disposto nos artigos 4º e 4º-A, que trata do registro de companhia aberta e de seu cancelamento.”*

*No mesmo sentido, a SRE destacou que o Colegiado da CVM, no âmbito do presente Processo, em reunião de [26.09.2023](#), acompanhando o entendimento da área técnica, manifestou que cabe à CVM, como mero disciplinador do disposto nos arts. 4º e 4º-A da LSA, regulamentar o procedimento de revisão de preço de uma OPA com relação a prazos e efeitos no âmbito da OPA, o que fez por meio dos arts. 27, 28 e 31 da Resolução CVM nº 85/2022 (“Resolução CVM 85”), bem como supervisionar sua observância no âmbito dos casos concretos, sem, contudo, interferir na discussão sobre o preço em si, o que envolveria opinar sobre a seleção das premissas utilizadas em um laudo de avaliação.*

*Diante disso, conforme destacado pela SRE, não cabe à CVM realizar julgamento sobre a seleção das premissas utilizadas em um laudo de avaliação, devendo os acionistas que discordarem das premissas utilizadas em uma avaliação de companhia objeto da OPA, se titulares de mais de 10% das ações de emissão da companhia em questão, apresentar requerimento aos administradores dessa companhia, incluindo elementos de convicção, que, em seu entendimento, demonstrem falha ou imprecisão no laudo de avaliação dessa companhia, solicitando que os referidos administradores convoquem a assembleia especial prevista no art. 4º-A da LSA.*

*De outra forma, segundo a SRE, “caso fosse o papel da CVM discutir se uma premissa é melhor do que a outra, estaria a Autarquia, indiretamente, discutindo o preço da Oferta, o que fugiria de sua competência, conforme vimos acima. Em nosso entendimento, o papel da CVM na análise de um laudo de avaliação se restringe aos aspectos objetivamente estabelecidos na Resolução CVM 85, verificando a suficiência de seu conteúdo e seu alinhamento em relação às informações publicamente divulgadas pela companhia objeto, nos termos do art. 4º do Anexo C da mesma Resolução (“As informações constantes do laudo de avaliação devem ser baseadas nas demonstrações financeiras auditadas da companhia avaliada, podendo, adicionalmente, ser fundamentadas em informações gerenciais relativas à companhia avaliada, fornecidas por sua administração ou por terceiros por ela contratados, e ainda em informações disponíveis ao público em geral”).”*

*Nesse contexto, a SRE ressaltou que, na análise dos demais dispositivos da Resolução CVM 85 que se aplicam ao laudo de avaliação, se verifica que o referido documento deve refletir a opinião do avaliador sobre o valor ou intervalo de valor da companhia avaliada. Assim, cabe ao avaliador, seguindo sua opinião, adotar a metodologia de avaliação que julgar mais apropriada para a situação em que se encontra a companhia avaliada, bem como as premissas a serem utilizadas no emprego da metodologia escolhida.*

*No entendimento da SRE, “o real valor intrínseco de uma companhia é decorrência da interação complexa de muitos fatores financeiros e econômicos, muitos de difícil observação. Assim, cabe ao avaliador, utilizando seu conhecimento e sua experiência, além de informações gerenciais fornecidas pela companhia avaliada e que julgue consistentes, emitir sua opinião, estimando o valor de uma companhia”.*

*Isto posto, na visão da SRE, “não cabe à CVM realizar julgamento sobre os elementos de convicção apresentados, a menos que representem erros técnicos ou materiais, pois, caso o fizesse, estaria indiretamente avaliando e discutindo o preço da OPA, que deve ser assunto ‘interna societatis’”.*

*Em relação ao caso concreto, a SRE observou que a Recorrente alegou a existência de uma suposta inconsistência entre o investimento em ativo biológico e a exaustão desse ativo na perpetuidade, período em que o laudo de avaliação projeta um crescimento real zero no fluxo de caixa da Companhia, conforme itens 6 a 9 do expediente apresentado pela Recorrente.*

*Não obstante a argumentação apresentada pela Recorrente, a SRE ressaltou seu entendimento de que “o fato de o laudo de avaliação projetar crescimento real zero para o fluxo de caixa da Companhia na perpetuidade não necessariamente obriga o Avaliador a estimar que os valores previstos de investimento em ativo biológico sejam iguais ou inferiores à exaustão desses ativos. No cenário projetado pelo laudo de avaliação, o Avaliador utilizou, por julgar consistentes, as previsões de investimento em ativo biológico previstas pela Companhia e como exaustão desse ativo o custo histórico do investimento realizado, conforme detalhado em sua manifestação”.*

*Conforme observado pela SRE, esse cenário foi projetado de acordo com o setor de atuação da Companhia e com base nas premissas utilizadas no laudo de avaliação, de modo que, na visão da*

área técnica, esse laudo seria, “conforme o art. 2º do Anexo C da Resolução CVM 85, uma opinião fundamentada do Avaliador”.

Ademais, a SRE fez referência à observação da Nova Avaliadora no sentido de que “(...) o Laudo de Avaliação realizado teve como objetivo o cálculo do valor justo das ações da Eucatex, não se prestando, portanto, para fazer a avaliação do valor justo de qualquer ativo ou passivo de forma individualizada”.

Nesse contexto, a SRE não identificou “erros técnicos ou materiais no Laudo de Avaliação que devessem ocasionar a suspensão da oferta em andamento ou a alteração das premissas utilizadas no laudo e, conseqüentemente, os valores apurados na avaliação da Companhia”.

Adicionalmente, a SRE destacou que, caso o preço da Oferta já não tivesse sido submetido ao procedimento de revisão conforme mencionado, “os argumentos apresentados contra as premissas utilizadas no laudo de avaliação possivelmente poderiam ser utilizados como “elementos de convicção” para subsidiar a iniciativa de revisão de preço conforme previsto no art. 4º-A da LSA, mas [...] tal procedimento já ocorreu, por iniciativa da própria Recorrente, sendo escolhido em assembleia especial um avaliador de sua indicação”.

Assim, a SRE entendeu que “não cabe à CVM realizar julgamento sobre as premissas utilizadas no laudo de avaliação consideradas consistentes e ausentes erros técnicos ou materiais, haja vista que a determinação das premissas deve ser assunto “interna societatis”, ressaltando que tal discussão já ocorreu na presente OPA, não sendo previsto na LSA mais de uma revisão de preço da Oferta”.

Ante o exposto, a SRE manteve o entendimento de que o laudo de avaliação que determinou o valor econômico da Companhia, elaborado pela Nova Avaliadora, contempla os pressupostos previstos na regulamentação aplicável, não tendo sido identificados erros nas premissas a serem retificados. Desse modo, a SRE entendeu que a OPA por aumento de participação da Companhia não deve ser suspensa.

A Diretora Marina Copola apresentou manifestação de voto pelo não provimento do recurso interposto, acompanhando integralmente o Ofício Interno nº 5. Adicionalmente, a Diretora apresentou considerações sobre os laudos de avaliação exigidos em ofertas públicas de aquisição, destacando alguns aspectos do sistema estabelecido pela LSA para tratar das tensões que podem cercar sua elaboração.

Em seu voto, a Diretora abordou, em síntese, a perspectiva “da companhia como fonte de informações gerenciais, e dos seus administradores (e, eventualmente, do acionista controlador) como pontos de contato com os próprios avaliadores”.

A esse respeito, conforme observado pela Diretora, no âmbito das OPAs, “a tutela dos acionistas de mercado não se dá apenas por via do art. 4º-A da lei acionária, mas também pela observância [dos] deveres” impostos pela LSA aos acionistas controladores e administradores (no caso dos administradores, notadamente os “deveres fiduciários”). Nesse sentido, a Diretora ressaltou que a “sensibilidade do contexto de uma oferta pública para tais acionistas exige que, na dinâmica com os avaliadores, as pessoas referidas no art. 10 da Resolução CVM nº 85 atuem com a diligência, a lealdade e a independência necessárias, a despeito de quem seja o ofertante”.

Nesse contexto, em relação aos limites da análise a ser realizada pela CVM, a Diretora destacou que “no caso concreto a área técnica deu uma boa demonstração do que se espera, cotejando a racionalidade das justificativas apresentadas com as demonstrações financeiras. Reiter[ando]: não cabe à CVM imiscuir-se na adequação do preço ofertado e reconhecidamente, há uma linha tênue entre um e outro campo de investigação.”.

Isto posto, a Diretora reforçou que “uma análise, com essas limitações, acerca do cumprimento dos deveres que recaem nos termos da lei sobre acionistas controladores e administradores, não é inédita para a área técnica. (...) vez que não é de hoje que a autarquia vem entendendo que a demonstração do cumprimento de deveres fiduciários pode, conforme o caso (frise-se), demandar cuidados adicionais”. Assim, “ainda que a CVM não influa, e não deva influir, na fixação do preço da oferta, ela está atenta a todos esses aspectos atinentes à dinâmica das avaliações em processos de oferta pública”.

(...)”

71. Em linha com o precedente acima, ratificamos nosso entendimento de que o papel da CVM na análise de um laudo de avaliação se restringe aos aspectos objetivamente estabelecidos na Resolução CVM 85, verificando a suficiência de seu conteúdo e seu alinhamento em relação às informações publicamente divulgadas pela companhia objeto, nos termos do art. 4º do Anexo C da mesma Resolução (“As informações constantes do laudo de avaliação devem ser baseadas nas demonstrações financeiras auditadas da companhia avaliada, podendo, adicionalmente, ser fundamentadas em informações gerenciais relativas à companhia avaliada, fornecidas por sua administração ou por terceiros por ela contratados, e ainda em informações disponíveis ao público em geral”).

72. Nesse sentido, na análise dos demais dispositivos da Resolução CVM 85 que se aplicam ao laudo de avaliação, verifica-se que o referido documento deve refletir a opinião do avaliador sobre o valor ou intervalo de valor da companhia avaliada. Assim, cabe ao avaliador, seguindo sua opinião, adotar a metodologia de avaliação que julgar mais apropriada para a situação em que se encontra a companhia avaliada, bem como as premissas a serem utilizadas no emprego da metodologia escolhida.

73. Em nosso entendimento, o real valor intrínseco de uma companhia é decorrência da interação complexa de muitos fatores financeiros e econômicos, muitos de difícil observação. Assim, cabe ao avaliador, utilizando seu conhecimento e sua experiência, além de informações gerenciais fornecidas pela companhia avaliada e que julgue consistentes, emitir sua opinião, estimando o valor de uma companhia.

74. Nesse sentido, entendemos que não cabe à CVM realizar julgamento sobre os elementos de convicção apresentados, a menos que representem erros técnicos ou materiais, pois, caso o fizesse, estaria indiretamente avaliando e discutindo o preço da OPA, ainda que no presente caso tal preço não esteja vinculado ao resultado do laudo de avaliação.

75. Ademais, em nosso entendimento, por meio da Reclamação, e após a leitura da manifestação encaminhada pela Apsis, não foram comprovados erros técnicos ou materiais no Laudo de Avaliação que devessem ocasionar a suspensão da Oferta quando em andamento ou a alteração das premissas utilizadas no laudo e, conseqüentemente, os valores apurados na avaliação da Companhia.

## **IX. Conclusão**

76. Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do presente Processo ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, ratificando nosso entendimento de que **não deve ser dado provimento ao Recurso, de modo que a Oferta realizada a R\$ 5,00 por ação atendeu ao normativo vigente, sem que haja a necessidade de atualização monetária deste preço (por não encontrar amparo na regulamentação aplicável), bem como entendemos que o pleito de suspensão da OPA realizado por meio da Reclamação não logrou êxito em comprovar qualquer irregularidade ocorrida no âmbito da Oferta, pois, em nosso entendimento, não restou configurada a suposta vinculação no âmbito da Companhia entre a Ofertante e a Arc Capital, além de que o laudo de avaliação elaborado no âmbito da OPA, embora não balizasse o preço a ser praticado da Oferta, contemplou os pressupostos previstos na regulamentação aplicável.**

77. Não obstante, caso o Colegiado da CVM venha a deliberar de forma diversa, entendemos que eventual impacto que tal decisão venha a ter no preço pelo qual a OPA deveria ter sido realizada deverá ser acompanhado de determinação de pagamento de diferença de preço aos acionistas aceitantes da OPA e realização de evento de aquisição superveniente pela Ofertante para contemplar a extensão da Oferta a um preço maior aos demais acionistas, permitindo a devida reparação aos acionistas que alienaram suas ações na OPA da Getninja S.A. bem como aos acionistas remanescentes da Companhia, ambos procedimentos que são ordinariamente previstos pela Resolução CVM 85 para algumas modalidades de OPA.

Atenciosamente,

GUSTAVO LUCHESE UNFER

Analista GER-1

RAUL DE CAMPOS CORDEIRO

Gerente de Registros - 1

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GER-1

LUIS MIGUEL R. SONO

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Ciente. À EXE, para as providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS

Superintendente Geral

[1] Parágrafo Segundo- O edital da OPA por Atingimento de Participação Relevante deverá ser publicado pelo Ofertante no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de atingimento da Participação Relevante e deverá incluir a obrigação do Ofertante de adquirir, por 90 (noventa) dias a contar da liquidação da OPA por Atingimento de Participação Relevante, até a totalidade das ações de titularidade dos acionistas remanescentes que não venderem ações na OPA por Atingimento de Participação Relevante, pelo mesmo preço da OPA por Atingimento de Participação Relevante, atualizado pela taxa SELIC, ficando tal obrigação condicionada a que, com a liquidação da OPA por Atingimento de Participação Relevante, o Ofertante tenha atingido participação acionária superior a 50% (cinquenta por cento) do capital social

[2] Parágrafo Primeiro - O preço de aquisição por ação de emissão da Companhia a ser ofertado na OPA por Atingimento de Participação Relevante deverá ser pago em moeda corrente nacional e à vista e corresponderá à cotação média ponderada das ações de emissão da Companhia na B3 nos 30 (trinta) pregões que antecederem a aquisição ou evento que resultou no atingimento de Participação Relevante, atualizado pela Taxa SELIC até a data do efetivo lançamento da OPA por Atingimento de Participação Relevante.

[3] Art. 55, §1º do estatuto social da Companhia

[4] Conforme o art. 3º, VII da RCVM 85/2022.

[5] Conforme regra do art. 21 da RCVM 85/2022.

[6] Conforme regra do art. 55, §1º do estatuto social da Companhia.

[7] Nota de rodapé 14 do Edital de Audiência Pública CVM no. 02/2010.

[8] Esta correção sobre o valor original da oferta decorreu do disposto no Art. 29, §7º da ICVM 361 então aplicável à OPA Atom, com redação idêntica à do art. 33, §7º da RCVM 85.

[9] <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmExibirArquivoIPEExterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=493596> (acessado em 19.12.2023)

[10] <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmExibirArquivoIPEExterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=496756> (acessado em 19.12.2023) e item 4 do voto da diretora relatora do referido PAS, Flávia Perlingeiro ([https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2021/20210622\\_PAS\\_CVM\\_SEI\\_19957\\_001434\\_2018\\_93\\_voto\\_diretora\\_flavia\\_perlingeiro.pdf](https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2021/20210622_PAS_CVM_SEI_19957_001434_2018_93_voto_diretora_flavia_perlingeiro.pdf)) (acessado em 19.12.2023)

[11] Para comparação, Amazon possui nota 8,5; Magazine Luiza, 8,3; e Mercado Livre, 7,5.

[12] Deliberação 1 – Redução de Capital; deliberação 2 – alteração e consolidação do art. 5º do estatuto social da Companhia; deliberação 3 – instalação do Conselho Fiscal e eleição de seus membros; Deliberação 4 – Remuneração sobre a remuneração individual dos membros do Conselho Fiscal

[13] Disponível em Ex-Credit Suisse, filho de Sergio Machado compõe ofensiva à Getninja | Negócios | pipelinevalor (globo.com)

[14] CAPM Modificado por considerar riscos adicionais, de país e de tamanho, não previstos na formulação original.

[15] <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/81192bab-d14c-48cb-a1aa-53cb37019274/062b3bad-b784-37d90253-15152746036e?origin=1> (acessado em 21.01.2024 às 17 horas)

[16] Conforme regra do art. 21 da RCVM 85/2022.

[17] Conforme regra do art. 55, §1º do estatuto social da Companhia.

[18] Nota de rodapé 14 do Edital de Audiência Pública CVM no. 02/2010.

[19] Par. 12: “REAG e a ARC Capital, que coincidentemente possuem sede no mesmo endereço [...]”

Par. 23: “[...] e, não bastasse, possuem até mesmo a Página 7 de 20 sede no mesmo prédio, porém em andares diferentes, o que, de fato, não é uma evidência de sua sociedade, mas serve como mais um indício de sua proximidade e explicação de seus interesses comuns.”

[20] Conforme é possível verificar do mapa final de votação detalhado, ao buscar pelos cinco primeiros dígitos do CNPJ do fundo: **31.525.194/0001-72**.

[21] Par. 19: “Por exemplo, caso estivesse atuando separadamente e tentando, individualmente, adquirir para si o melhor retorno dos investimentos na GETNINJAS, a ARC Capital poderia ter votado pela redução do capital, ter recebido R\$ 4,40 por ação e, após, ter aceitado a oferta pública de aquisição pela média ponderada dos preços de fechamento (R\$ 4,61, que depois foi atualizado para R\$ 5,00) da REAG. Assim, teria conseguido R\$ 9,40 por ação em vez dos R\$ 5,00 propostos na oferta pública de aquisição promovida pela REAG.”

Par. 20: “Apesar disso, não houve sequer proposta de oferta pública de aquisição concorrente pela ARC Capital, pelo contrário, o fundo parece estar bem satisfeito com a proposta atual.”

Par. 26: “[...] A ARC Capital chegou a afirmar que não tem vínculo com a REAG e que comprou ações da GetNinjas porque viu que a empresa estava valendo menos do que tem em caixa menos do que tem em caixa proposta pela Administração da Companhia, receber R\$ 4,40, e ainda ter à disposição, uma futura OPA da REAG? Simplesmente não faz sentido.”

[22] Em 10 de outubro de 2023, 13 de outubro de 2023 (está em resposta ao questionamento da Companhia sobre a caracterização ou não de “Grupo de Acionistas” entre ARC Capital e REAG) e 11 de novembro de 2023, divulgadas pela Companhia por meio de Comunicado ao Mercado, conforme constantes do site desta D. CVM.

[23] Par. 23: “Em outras palavras, a REAG e ARC Capital [...] também são responsáveis por operações conjuntas que movimentam milhões de reais.”

[24] Atualmente, Credit Suisse Hedging Griffo, WHG – Wealth High Governance e Intrag. E nos últimos 24 meses, incluem ainda Singulare e BRL Trust DTVM.

[25] Art. 13. O instrumento da OPA deve ser firmado conjuntamente pelo ofertante e pela instituição intermediária e conter, além dos requisitos descritos no Anexo B a esta Resolução, o seguinte:

I – declaração do ofertante, quando este for acionista controlador ou pessoa a ele vinculada ou a própria companhia, de que se obriga a pagar aos titulares de ações em circulação, que aceitarem a OPA, a diferença a maior, se houver, entre o preço que estes receberem pela venda de suas ações, atualizado nos termos do instrumento de OPA e da legislação em vigor, e ajustado pelas alterações no número de ações decorrentes de bonificações, desdobramentos, grupamentos e conversões eventualmente ocorridos, e:

(...)

§ 2º Ressalvada a hipótese de OPA por alienação de controle, do instrumento de qualquer OPA formulada pelo acionista controlador, pessoa a ele vinculada ou a própria companhia, que vise à aquisição de mais de 1/3 (um terço) das ações de uma mesma espécie ou classe em circulação, deve constar declaração do ofertante de que, caso venha a adquirir mais de 2/3 (dois terços) das ações de uma mesma espécie e classe em circulação, ficará obrigado a adquirir as ações em circulação remanescentes, pelo prazo de 3 (três) meses, contados da data da realização do leilão, pelo preço final do leilão de OPA, atualizado até a data do efetivo pagamento, nos termos do instrumento de OPA e da legislação em vigor, com pagamento em no máximo 15 (quinze) dias contados do último a ocorrer dos seguintes eventos:

I – exercício da faculdade pelo acionista; ou

II – pagamento aos demais acionistas que aceitaram a OPA, no caso de OPA com pagamento a prazo.

(...)

[26] Art. 18. A companhia objeto, o acionista controlador e pessoas a ele vinculadas ficam impedidas de efetuar nova OPA tendo por objeto as mesmas ações objeto de OPA anterior, senão após a fluência do prazo de 1 (um) ano, a contar do leilão da OPA anterior, salvo se estiverem obrigados a fazê-lo, ou se vierem a estender aos aceitantes da OPA anterior as mesmas condições da nova OPA, pagando-lhes a diferença de preço atualizada, se houver.

[27] Art. 23. Caso o acionista controlador, pessoa a ele vinculada ou a companhia realizem OPA para cancelamento de registro em prazo inferior a 1 (um) ano, contado da data da homologação da última subscrição pública com ingresso de novos acionistas ocorrida na companhia objeto, o preço a ser ofertado pelas ações em circulação deve ser, no mínimo, igual ao preço obtido pelas ações no referido aumento de capital, devidamente atualizado nos termos do instrumento de OPA e da legislação em vigor, e ajustado de maneira a considerarem-se, no cálculo do preço, as alterações no número de ações decorrentes de bonificações, desdobramentos, grupamentos e conversões eventualmente ocorridos

[28] Art. 29. O preço de resgate de que trata o § 5º do art. 4º da Lei nº 6.404, de 1976, deve ser acrescido de juros à taxa Selic, ou, caso deixe de ser calculada, outra taxa que venha a substituí-la, desde a data da liquidação da OPA até a data do depósito do resgate.

[29] Art. 33 (...)

§ 7º Nas alienações com pagamento em dinheiro, o preço da OPA deve ser, ao menos, igual a 80% (oitenta por cento) do preço pago ao controlador, acrescido de juros à taxa Selic ou, caso essa taxa deixe de ser calculada, outra taxa que venha a substituí-la, desde a data do pagamento ao controlador até a data da liquidação financeira da OPA.

[30] Art. 37. Do instrumento de OPA para aquisição de controle, exceto no caso de OPA parcial, deve constar declaração do ofertante de que ficará obrigado a adquirir, após a OPA, as ações em circulação remanescentes da mesma espécie e classe, pelo prazo de 30 (trinta) dias, contado da data da realização do leilão, pelo preço final da OPA.

§ 1º O preço previsto no caput deve ser atualizado nos termos do instrumento de OPA

(....).



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Luchese Unfer, Analista**, em 09/02/2024, às 13:05, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 09/02/2024, às 13:08, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Luis Miguel Jacinto Mateus Rodrigues Sono, Superintendente de Registro**, em 09/02/2024, às 13:12, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 09/02/2024, às 16:25, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.