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

PROCESSOS ADMINISTRATIVOS CVM
N° 19957.006603/2025-19 e 19957.006664/2025-78

Reg. Col. 3297/25

Assunto: Pedido de Interrupção/Adiamento de Assembleia da BRF

Voto: Diretor João Accioly

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Acompanho as conclusões e a maior parte da fundamentação da SEP, nos termos do registro coletivo do Colegiado, com as seguintes considerações.

2. Em breve consideração sobre o estágio da votação, entendo que o fato de votos já terem sido proferidos não deve afetar esta decisão. Quem já se entendeu apto a votar, conforme mostram os mapas atualizados de votação, votou com base nas informações disponíveis e que em seu próprio juízo foi suficiente para formar sua vontade. São atos válidos e devem ser aproveitados. De outro lado, mesmo numa hipótese em que já tenha sido formada uma maioria – o que é possível antever, dada a composição de capital da companhia – a completude da informação é necessária para a formação não apenas da vontade dos que consideraram insuficientes as informações já divulgadas, seja para eventualmente vir a discordar e, no limite, até mesmo questionar a deliberação caso entenda ter havido alguma violação de deveres.

3. Minha atenção se volta mais ao alcance e à justificativa da determinação de divulgar informações adicionais. Destaco os §§134-136 do Parecer da SEP:

> 134. Nos documentos divulgados pela Companhia, foi descrito um intenso processo de estudo e negociação por parte do Comitê Especial Independente de BRF, que teria levado em conta, conforme manifestação da Companhia, premissas, estimativas, projeções, indicadores macroeconômicos, e outras variáveis econômico-financeiras. Das atas dos comitês identificam-se menções a uma série de informações e parâmetros, sem que, no entanto, essas informações sejam explicitamente divulgadas, tais como projeções, sinergias, racional de projeções, relação de troca proposta incialmente e contraproposta, análises das cotações, dados financeiros das Companhias, referências de transações comparáveis, cenários de projeções para EBITDA e múltiplos.
>
> 135. Não se identificam, nos documentos divulgados pela Companhia, informações sobre os números e projeções das Companhias que tenham sido levadas ao conhecimento do controlador, seja considerado o controlador direto, Marfrig, por meio de seu comitê, seja considerado o

controlador indireto, Presidente do CA da BRF. Também não se identificam números e projeções que nortearam o entendimento dos comitês quanto à comutatividade das condições propostas.

136. Não se trata de questionar a relação de substituição proposta, mas a divulgação das informações previstas na Resolução CVM nº 81/22, para que os acionistas possam tomar uma decisão informada. Entende-se não ser suficiente, no caso concreto, informar que o critério resultou de um processo de negociação entre Comitês Independentes.

4. Tenho em foco a fundamentação normativa apontada no Parecer da SEP, especialmente no §119, que traz, do Anexo I da RCVM 81, o item 5.f.(iv) – "*Justificativa de por que a relação de substituição é comutativa, com a descrição dos procedimentos e critérios adotados para garantir a comutatividade da operação* (...)".

5. Importante registrar que esse item, ao referir-se à justificativa da comutatividade, parece referir-se, ao menos em princípio, às situações nas quais a decisão sobre a relação de troca é tomada fiduciariamente. Ou seja, em que não há uma negociação entre partes contrapostas que buscam para si a melhor relação possível.

6. A negociação entre partes efetivamente contrapostas é, por si só, a demonstração por excelência da comutatividade. Afinal, na medida em que cada lado tem o objetivo de otimizar seu resultado, espera-se que a relação obtida, além de situar-se na região de vantagens recíprocas, reflita a distribuição de excedentes mais equilibrada nas circunstâncias. Assim, havendo negociação efetiva entre polos opostos, não deveriam ser necessárias demonstrações adicionais de comutatividade senão a presunção de que os dois lados agiram adequadamente na defesa de seus próprios interesses.

7. Aqui, porém, está-se considerando insuficiente a informação de que a relação de troca resultou de negociação entre comitês independentes como justificativa da comutatividade. Tal postura pode ser entendida como decorrente de certo ceticismo quanto à eficácia do uso de comitês independentes enquanto instrumento de aproximação do que seria uma negociação inteiramente travada entre polos contrapostos, em bases comerciais – *arm's length transaction*, pelo bom poder explicativo do anglicismo. Assim, convém ter cautela quanto à extensão do que se está a decidir neste caso, ou ao menos faço questão de delimitar as razões e limites em que concordo com a decisão.

8. Se de um lado é compreensível entender que comitês formados por maioria ou totalidade de integrantes independentes entre sociedades sujeitas a controle comum não são perfeitamente aptos a realizar uma negociação equivalente àquela feita por partes independentes, por outro é preciso cautela para não esvaziar por completo as proteções ao processo decisório que tais mecanismos podem trazer. Uma extrapolação indevida da ideia de que se deve detalhar a decisão obtida pelo uso desses mecanismos poderia levar à conclusão de que eles requerem o mesmo grau de fundamentação que a estipulação em

caráter fiduciário, feita por administradores atuando com o desafio adicional de equilibrar benefícios a mais de um polo de interessados. Com isso, corre-se o risco de jogar o bebê fora junto com a água suja e criar um desincentivo ao uso de mecanismos como os indicados no Parecer de Orientação 35, se seus significativos custos deixarem de ter as contrapartidas esperadas.

9. Nesse sentido, esclareço estar de acordo com as conclusões do Parecer da SEP diante da circunstância de que o próprio material disponibilizado aos acionistas da Companhia, que indica a tomada de decisão por seu Conselho de Administração, faz referência a informações indicadas nas Atas de Reuniões dos Comitês Especiais Independentes. Trata-se, assim, de possibilitar aos acionistas que verifiquem, em última análise, a conformidade da atuação do próprio Conselho de Administração ao aprovar o resultado da atuação do comitê, nos termos e nos limites daquilo que foi divulgado pela própria Companhia.

10. Não é de se esperar, muito menos exigir, que seja feita a divulgação de absolutamente tudo. Tendo-se por referência a negociação entre partes inteiramente contrapostas, há que se ter em mente que cada uma sempre terá informações próprias que não deve compartilhar com a outra, na legítima defesa de seus interesses. O exemplo mais evidente, numa negociação em bases comerciais, entre partes inteiramente independentes, é o preço de reserva de cada uma: o preço máximo que o comprador aceita pagar e o preço mínimo que o vendedor aceita receber. Nessa linha, dados sensíveis que deem a cada parte as razões pelas quais chegam a seu respectivo limite possível de negociação também se inserem na esfera daquilo que ambos os lados têm não só o direito de manter sob sigilo, como o dever, para com seus respectivos fiduciantes, de fazê-lo. Daí, não haveria por que exigir sua divulgação, assim como não se faria numa negociação entre partes independentes.

11. Com essas considerações e nesses limites, acompanho a conclusão do Parecer da SEP, para determinar a disponibilização das informações mencionadas nas Atas de Reuniões dos Comitês Especiais Independentes.

Brasília, 16 de junho de 2025.

João Accioly
Diretor