



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

PROCESSO ADMINISTRATIVO nº 19957.009067/2025-03

Assunto: Pedido de interrupção de assembleia – BRF S.A.

Manifestação de Voto

I – Introdução

1. Acompanho a análise da SEP, a que acrescento algumas reflexões pontuais.

II - Tempestividade

2. No que se refere à tempestividade tenho apenas a cumprimentar a SEP pela notável agilidade e realçar que parece ter sido possível o efetivo conhecimento e exame das matérias apenas pela circunstância de todos os envolvidos já terem conhecimento prévio da situação geral por decorrência e os pedidos e adiamentos anteriores dessa mesma deliberação.

III – Manipulação de preços e abuso no poder de controle

3. Parece-me oportuno tecer uma breve consideração acerca da alegação de manipulação de preços e abuso no poder do controle. Em tese, não me soa incompatível com as previsões legais acerca do instituto da interrupção de assembleia que o Colegiado se pronunciasse pela ilegalidade da deliberação assemblear numa incorporação de controlada pela controladora, por conta de a relação de troca se apoiar em parâmetros adulterados por conduta ilícita do próprio controlador – que é a narrativa sustentada pelo acionista postulante.

4. Suponhamos, numa hipótese extrema, que poucos dias antes de anunciar a proposta da operação com determinada relação de troca, numa companhia cujas ações tivessem baixa liquidez, o grupo controlador por meio de operações “zé-com-zé” inflasse artificialmente os preços das ações da companhia a ser incorporada; sabedores de que o preço não foi estabelecido comutativamente, porque decorrente, em última análise, de falsa representação da realidade, o voto dos integrantes desse hipotético grupo de controle estaria visando à sua própria vantagem *em detrimento* do patrimônio dos demais acionistas da incorporada, e assim em violação do art. 115 – não pela mera circunstância de terem interesses próprios envolvidos, mas por os estarem privilegiando em prejuízo efetivo dos demais acionistas.

5. Daí, como já me manifestei em outros pedidos de interrupção, entendo que a deliberação decorreria de ato ilícito e seria da mesma forma ilícita.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

6. Noto que o acionista diligentemente requereu, como ressaltado por seu nobre representante em sede de distribuição de memoriais, não necessariamente o imediato pronunciamento do Colegiado sobre a ilegalidade da deliberação, mas apenas a interrupção por 15 dias a fim de aprofundar o exame da matéria. Poderia ser que ao final do prazo não fosse possível aferir ilegalidade e a assembleia transcorresse sem pronunciamento contrário, e ainda assim se verificar posteriormente, com maior dilação probatória, que houve o abuso narrado (ou outros); e poderia ser, também, que ao final do prazo houvesse elementos suficientes para atestar a ilegalidade da deliberação. A questão, porém, é que para que se pudesse diferir o pronunciamento do Colegiado, seria necessário que houvesse evidência suficiente ao menos para justificar o exame mais aprofundado pelo prazo adicional – e a meu ver não há, no que concordo com a análise feita pela SEP. No fim das contas, trata-se de exame cuja complexidade acaba levando a discussão ao Judiciário ou à arbitragem, como muito bem registrado pelo Eminente Desembargador Grava Brasil na decisão do TJSP trazida aos autos.

7. Em brevíssimas linhas por conta do prazo exíguo, no que tange à alegação de distorção da relação de troca por conta de manipulação de preços, ainda que se supusesse uma relação de causalidade entre as aquisições feitas pelo controlador e o aumento de sua cotação, isto por si só em nada implica dizer que há manipulação de preço. Comprar algo significa compor a demanda por esse algo. E aumentar a demanda é por definição uma pressão de alta no preço. Não há como comprar qualquer ativo sem exercer, ainda que em dimensões infinitesimais, uma pressão de alta. Se o efeito é perceptível e as aquisições são legítimas, a alta significa tão-somente que o preço mais alto passou a refletir uma demanda maior para aquele ativo. Para que houvesse indício de manipulação, seria preciso algum sinal de que as aquisições tivessem sido feitas de maneira orquestrada com vendedores, *simulando* condições de mercado, ou seja, usando de negócios artificiais, irrealis, produzidos apenas para criar uma ilusão de maior valor. E isto não é nem sequer alegado.

8. Já no sentido contrário, há forte evidência de que as condições de preço são adequadas, não só pelos aspectos já examinados sobre a negociação entre comitês, mas também pela expressiva sinalização de concordância já manifestada pelos votos à distância, conforme os boletins apresentados pela Companhia em memoriais.

III – Aquisição da participação da Previ

9. Quanto à compra das ações detidas pela Previ, que teria sido feita fora do ambiente do mercado secundário e a um preço melhor que o dado aos minoritários na relação de troca, isto também não me parece gerar qualquer ilegalidade na deliberação de incorporação, ainda que tenha ocorrido como narrado pelo acionista requerente da



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

interrupção. Concordo que só porque a negociação é feita por meio de contraparte central, isto não impede que tenha sido por negociação direta entre as partes. Porém, não detecto ilegalidade em tal possibilidade.

IV – Aspectos concorrenciais

10. Por fim, registro minha impressão de não ter compreendido adequadamente o aspecto trazido pelo acionista requerente acerca da reclamação apresentada à autoridade concorrencial, de que a incorporação poderia reduzir a concorrência no mercado de atuação das companhias envolvidas. Se procedente, ao que me pareceria em princípio, as margens adicionais permitidas pela redução de concorrentes trariam vantagens à companhia de que é acionista, valorizando-a por conta da expectativa de maior lucratividade.

11. Não é que qualquer conduta voltada a obter vantagens para uma companhia deva ser de interesse de todos os seus acionistas; pode-se supor, em hipótese parcialmente análoga, que uma companhia reduzisse despesas com tratamento de subprodutos poluentes e um acionista protestasse perante uma autoridade ambiental, visando a evitar multas pesadas *que impactariam negativamente a companhia* em última análise. Mas no caso da autoridade concorrencial, se bem entendi, não se está falando de condutas anticompetitivas sujeitas à atuação repressiva/corretiva do Cade. Estas poderiam, em tese, custar mais caro ao final do que os ganhos de curto prazo – como a hipótese das multas ambientais a que me referi. Ao contrário, como aqui se está a tratar da atuação preventiva, por meio da qual o Cade aprova atos de concentração antes de sua ocorrência, parece-me que a incorporação não poderia gerar resultados negativos *para a companhia* por seus efeitos relativos à concorrência, apenas positivos. Em todo caso, diante da falta de clareza sobre como este ponto impactaria a companhia, ao fim das contas concluo não constituir um indício de prejuízo e menos ainda suficiente para ocasionar alguma ilegalidade na deliberação.

V - Conclusão

12. Com essas considerações adicionais, acompanho o parecer técnico da SEP e voto pelo conhecimento e indeferimento do pedido de interrupção da assembleia.

Brasília, 4 de agosto de 2025.

João Accioly

Diretor