

**ATACADÃO S.A.**

CNPJ/MF: 5.315.333/0001-09 – CVM nº 24171

Publicly-held company

**NOTICE TO THE MARKET**

**Issuance of Legal Opinions on the Structure of the Corporate Reorganization for  
Unification of Shareholder Bases of the Company and Carrefour S.A.**

**ATACADÃO S.A.** (B3: CRFB3) ("Grupo Carrefour Brasil" or "Company"), hereby informs its shareholders and the market in general, in the context of the proposed corporate reorganization ("Transaction") to unify the shareholder bases of the Company and Carrefour S.A. ("CSA"), the Company's controlling shareholder, disclosed in the material facts of February 11 and 12, 2025 and March 7, 2025, that the Company's Board of Directors requested legal opinions from three reputable legal specialists (Marcelo Trindade, Otavio Yazbek, and Nelson Eizirik) to analyze the legality and legitimacy of the Transaction.

The letters anticipating the conclusions of Messrs. Marcelo Trindade's and Otavio Yazbek's legal opinions, which confirmed the legality and legitimacy of the Transaction, are attached to this Notice to the Market. In addition, the Company intends to disclose the letter anticipating the conclusions of Mr. Nelson Eizirik's legal opinion upon its conclusion.

\*\*\*

The Company will keep its shareholders, and the market informed of subsequent facts related to the Transaction, in accordance with the law and CVM regulations.

São Paulo, March 19, 2025

**Atacadão S.A.**

Eric Alexandre Alencar

Vice President of Finance and Investor Relations Officer

Grupo Carrefour Brasil

**Anexo / Annex**

**(The letters are available in Portuguese language only. A free translation will be made available in the next few days)**

São Paulo, 17 de março de 2025

Ao

**Conselho de Administração do Atacadão S.A.**

*Via e-mail*

Prezados Srs. Conselheiros,

1. Faço referência à consulta encaminhada sobre a reorganização societária que se pretende implementar com o objetivo de unificar as bases acionárias do Atacadão S.A. ("Atacadão" ou "Companhia") e do Carrefour S.A. (France) ("CSA"), acionista controladora da Companhia.

**I. A OPERAÇÃO**

2. Como é de conhecimento público, o CSA, em conjunto com o Carrefour Nederland B.V. (Netherlands) ("CNBV"), submeteu ao Conselho de Administração do Atacadão uma proposta para converter a Companhia em sua subsidiária integral, com a conseqüente deslistagem do Atacadão do Novo Mercado e a conversão de seu registro na CVM de companhia aberta categoria "A" para categoria "B".

3. A referida operação será implementada por meio<sup>1</sup>:

(i) da incorporação da totalidade das ações de emissão do Atacadão por uma sociedade brasileira detida integralmente (direta ou indiretamente) pelo CSA ("MergerSub"). No âmbito da incorporação, os acionistas da Companhia receberão, a seu exclusivo critério, ações preferenciais classe A, classe B ou classe C obrigatoriamente resgatáveis de emissão da MergerSub ("Ações Resgatáveis"), na proporção de 1 ação ordinária do Atacadão para 1 ação resgatável classe A, classe B ou classe C de emissão da MergerSub. Será assegurado direito de retirada da Companhia aos acionistas dissidentes pelo

---

<sup>1</sup> Cf. fato relevante do Atacadão de 11/02/2025.

valor de R\$7,42 (sete reais e quarenta e dois centavos) por ação, que corresponde ao valor econômico das ações de emissão da Companhia determinado pela Apsis Consultoria Empresarial Ltda. com base no critério do fluxo de caixa descontado<sup>2</sup>; e

- (ii) resgate da totalidade das ações preferenciais de emissão da MergerSub, com a atribuição:
  - (a) para cada ação resgatável classe A, de R\$7,70 (sete reais e setenta centavos) em dinheiro;
  - (b) para cada ação resgatável classe B, a critério exclusivo de seu titular, de (b.1) R\$ 3,85 (três reais e oitenta e cinco centavos) em dinheiro; e (b.2) 0,045454545454551 ações ordinárias de emissão do CSA, admitidas à negociação na Bolsa de Valores de Paris; ou 0,045454545454551 Brazilian Depositary Receipts Nível I, lastreados em ações ordinárias de emissão do CSA; e
  - (c) para cada ação resgatável classe C, a critério exclusivo de seu titular, de (c.1) 0,090909090909093 ações ordinárias de emissão do CSA; ou (c.2) 0,090909090909093 BDR lastreado em ação ordinária de emissão do CSA.

4. Conforme divulgado pela Companhia ao mercado<sup>3</sup>, a relação de troca não foi determinada com base em um fator único ou determinante, mas em uma variedade de fatores combinados.

5. A relação de troca, assim como as demais condições da operação, foram negociadas por um Comitê Especial Independente ("Comitê Independente"),

---

<sup>2</sup> Nos termos do art. 8º do estatuto social do Atacadão: "**Artigo 8º.** Nos casos previstos em lei, o valor de reembolso das ações, a ser pago pela Companhia aos Acionistas dissidentes de deliberação da Assembleia Geral que tenham exercido direito de retirada, deverá corresponder ao valor econômico de tais ações, a ser apurado em avaliação nos termos dos parágrafos 3º e 4º do artigo 45 da Lei das S.A., sempre que tal valor for inferior ao valor patrimonial contábil constante do último balanço aprovado pela Assembleia Geral."

<sup>3</sup> Cf. fato relevante de 11/02/2025.

constituído nos termos do Parecer de Orientação CVM nº 35/2008 e composto exclusivamente por membros independentes do Conselho de Administração (o Sr. Alex Szapiro, e as Sras. Claudia Almeida e Silva e Vania Neves)<sup>4</sup>. O Comitê Independente conduziu os seus trabalhos com a assessoria do escritório de advocacia Machado Meyer, Sendacz e Opice Advogados e do Rothschild & Co Brasil Ltda., contratado como seu assessor financeiro, que atestou que a relação de troca negociada é justa, do ponto de vista financeiro, para os acionistas do Atacadão.

6. Tendo em vista que a operação envolve sociedade controladora e controlada, a Apsis também foi contratada para calcular a relação de substituição das ações dos acionistas não controladores do Atacadão com base no critério do fluxo de caixa descontado, nos termos do art. 264, *caput* da Lei nº 6.404/1976 e do art. 8º, inciso II, da Resolução CVM nº 78/2022.

7. Por fim, cumpre destacar que a implementação da potencial transação está sujeita:

(i) ao voto afirmativo da maioria dos titulares das ações em circulação da companhia presentes na assembleia geral extraordinária do Atacadão a ser realizada em 07/04/2025, que devem anuir expressamente com o fato de que as sociedades resultantes da operação em questão (MergerSub e CSA) não pretendem pleitear o ingresso no Novo Mercado, nos termos do art. 46, parágrafo único<sup>5</sup>, do Regulamento do Novo Mercado e do Parecer de Orientação CVM nº 35/2008<sup>6</sup>; e

---

<sup>4</sup> Cf. ata da reunião do Conselho de Administração do Atacadão realizada em 17/01/2025.

<sup>5</sup> “Art. 46 (...) **Parágrafo único.** Caso a reorganização envolva sociedades resultantes que não pretendam pleitear o **ingresso no Novo Mercado**, a maioria dos titulares das **ações em circulação** da **companhia** presentes na assembleia geral deve dar anuência a essa estrutura.” (destaques no original).

<sup>6</sup> “Além disso, seguindo a experiência internacional acerca da interpretação dos deveres fiduciários dos administradores, a CVM recomenda que: i) um comitê especial independente seja constituído para negociar a operação e submeter suas recomendações ao conselho de administração, observando as orientações contidas no parágrafo anterior; ou ii) **a operação seja condicionada à aprovação da maioria dos acionistas não-controladores, inclusive os titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito.**” (destacou-se)

(ii) ao voto afirmativo de titulares de pelo menos 50% das ações com direito a voto da Companhia, nos termos do art. 252, §2º, da Lei nº 6.404/1976 e do estatuto social do Atacadão.

8. Tendo em vista a convocação de assembleia geral extraordinária do Atacadão para deliberar a transação e sem prejuízo da análise que me foi requerida, sirvo-me da presente carta para antecipar e registrar, de maneira sintética, minhas conclusões sobre a legalidade da operação proposta.

## II. LEGALIDADE DA OPERAÇÃO PROPOSTA

9. Como mencionado, com o objetivo de unificar as bases acionárias do Atacadão e do CSA, as companhias se valerão de duas operações societárias típicas, a incorporação de ações e o resgate.

10. Estruturas bastante semelhantes à proposta vêm sendo utilizadas pelo mercado há mais de uma década em diversas reorganizações societárias. A CVM<sup>77</sup> já firmou o entendimento no sentido de que a regularidade de tais operações, estruturadas por meio de negócios jurídicos concatenados, deve ser aferida a partir da análise de cada uma de suas etapas, assim como da operação entendida como um todo unitário, de modo a verificar se não foi produzido nenhum resultado proibido em lei.

11. Apresento resumidamente a seguir os motivos pelos quais entendo que a operação proposta é regular sob ambas as perspectivas.

### *A incorporação de ações da Companhia*

12. A **primeira etapa** da operação envolve a incorporação de ações de emissão da Companhia pela MergerSub.

---

<sup>77</sup> Processos Administrativos CVM nº SEI 19957.007756/2018-46 e nº 19957.007885/2018-34, julgados em 04/09/2018.

13. A incorporação de ações é uma operação societária típica, definida no *caput* do art. 252 da Lei nº 6.404/1976. Trata-se de um mecanismo de concentração empresarial por meio do qual uma sociedade incorpora a totalidade das ações de emissão de outra, que passa, então, a ser sua subsidiária integral. Nessa operação, os acionistas da sociedade cujas ações são incorporadas tornam-se acionistas da incorporadora, recebendo as ações por ela emitidas em aumento de capital, nos termos de uma relação de troca previamente negociada e aprovada. Além disso, a subsidiária integral mantém a sua existência e a sua personalidade jurídica, bem como continua a ser titular de direitos e obrigações.

14. No presente caso, a incorporação de ações envolve a atribuição, aos acionistas do Atacadão, de ações preferenciais obrigatoriamente resgatáveis de emissão da MergerSub. Com o resgate de tais ações, os acionistas do Atacadão receberão dinheiro e/ou ações ordinárias de emissão do CSA e/ou BDR lastreados em tais ações.

15. A esse respeito, registro, de início, que não há vedação legal para que essa espécie de ação (obrigatoriamente resgatável) componha a relação de troca em uma incorporação de ações. O Colegiado da CVM<sup>8</sup> já se debruçou especificamente sobre a legalidade de incorporação de ações com a entrega de ações dessa espécie e, ao final, concluiu que a Lei nº 6.404/1976 não impõe nenhum tipo de distinção entre as ações que podem ser recebidas pelos acionistas nessas operações.

16. Além disso, conforme informações publicamente disponíveis e com base no que me foi relatado, entendo que a operação pretendida cumpre todos os requisitos legais e regulatórios aplicáveis ao negócio jurídico de incorporações de ações.

17. Nesse sentido, a operação será aprovada pelas assembleias gerais das companhias envolvidas<sup>9</sup>, sujeita ao voto afirmativo de metade, no mínimo, do total

---

<sup>8</sup> Cf. manifestação de voto do diretor Pablo Renteria no âmbito dos Processos Administrativos CVM nº 19957.007756/2018-46 e nº 19957.007885/2018-34, julgados em 04/09/2018.

<sup>9</sup> Art. 252, §2º, da Lei nº 6.404/1976.

de votos conferidos pelas ações com direito a voto<sup>10</sup>. Será conferido direito de retirada aos acionistas dissidentes da Companhia, pelo valor econômico das ações, conforme apurado em laudo avaliação<sup>11</sup>. Os documentos obrigatórios referidos nos artigos 224 a 226 da Lei nº 6.404/1976 (protocolo de incorporação, justificação e laudo de avaliação das ações da companhia incorporada) também foram devidamente elaborados e subsidiarão a tomada de decisão nas assembleias gerais das sociedades envolvidas.

18. Conforme fato relevante divulgado pela Companhia em 12/02/2025, a aprovação da incorporação de ações pela maioria das ações com direito a voto do Atacadão, nos termos do art. 252, §2º da Lei nº 6404/1976, está condicionada à aprovação da transação e da dispensa da listagem da MergerSub no segmento Novo Mercado da B3 pela maioria das ações em circulação da Companhia presentes na assembleia, nos termos do Parecer de Orientação CVM nº 35/2008 e do art. 46, parágrafo único, do Regulamento do Novo Mercado.

19. O art. 46 do Regulamento do Novo Mercado exige, em caso de reorganização societária envolvendo a transferência da base acionária da companhia listada no Novo Mercado, que as sociedades resultantes pleiteiem o ingresso no Novo Mercado em até 120 (cento) e vinte dias da assembleia geral que deliberou a referida reorganização. Trata-se de medida que visa tutelar os acionistas da companhia listada no Novo Mercado, assegurando que eles disponham de condições similares de liquidez, do mesmo nível de informações e de mecanismos de proteção equivalentes caso a base acionária da companhia seja transferida para companhia que não seja listada no Novo Mercado.

20. Na hipótese de as companhias resultantes não pleitearem o ingresso no Novo Mercado – o que é um movimento, a princípio, legítimo –, o Regulamento do Novo Mercado atribui aos acionistas minoritários um direito de natureza política, exigindo

---

<sup>10</sup> Conforme o fato relevante divulgado pelo Atacadão em 12/02/2025, a referida deliberação depende da aprovação da transação e da dispensa da listagem da MergerSub no segmento Novo Mercado da B3 pela maioria das ações em circulação da Companhia presentes na assembleia, nos termos do Parecer de Orientação CVM nº 35/2008 e do art. 46, parágrafo único do Regulamento do Novo Mercado.

<sup>11</sup> Art. 252, §2º, da Lei nº 6.404/1976.

a anuência da maioria dos titulares das ações em circulação com a estrutura proposta como condição para a implementação da operação<sup>12</sup>.

21. É por conta disso que, conforme divulgado ao mercado pela Companhia, a implementação da transação estará sujeita ao voto afirmativo da maioria dos titulares das ações em circulação da Companhia presentes na assembleia geral extraordinária a ser realizada em 07/04/2025, que devem anuir não só com a operação, mas também expressamente com o fato de que a sociedade resultante da operação em questão (isto é, a MergerSub) não pretende pleitear o ingresso no Novo Mercado. Segundo informado pela Companhia, o CSA, pessoas a ele vinculadas, bem como o Península Partners Fundo de Investimento em Ações ou qualquer de suas afiliadas não terão direito de voto em tal deliberação.

22. Para além disso, considerando que a operação envolve a incorporação de sociedade controlada por controladora, serão observados, no caso, também o disposto no art. 264 da Lei nº 6.404/1976 e as recomendações do Parecer de Orientação CVM nº 35/2008. Trato de tais pontos a seguir.

O art. 264 da Lei nº 6.404/1976 e os critérios para elaboração do laudo comparativo

23. O art. 264 da Lei nº 6.404/1976 estabelece que a justificação apresentada à assembleia geral da controlada traga, além das informações previstas nos arts. 224 e 225:

**“o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas”** (destacou-se).

---

<sup>12</sup> “Art. 46. Parágrafo único. Caso a reorganização envolva sociedades resultantes que não pretendam pleitear o **ingresso no Novo Mercado**, a maioria dos titulares das **ações em circulação da companhia** presentes na assembleia geral deve dar anuência a essa estrutura.”

24. Como se verifica, a relação de troca comparativa<sup>13</sup> deve ser elaborada, como regra geral, a partir da contraposição entre os dois patrimônios (da controladora e da controlada), avaliados, da mesma forma e na mesma data, a “preços de mercado”.

25. Como o valor do patrimônio líquido a preços de mercado pode não se revelar o mais adequado em todas as situações, a reforma realizada na Lei nº 6.404/1976 pela Lei nº 10.303/2001 introduziu, na parte final do art. 264, a previsão da possibilidade de a CVM autorizar a adoção de outros critérios para a avaliação dos dois patrimônios. E, nessa linha, a Resolução CVM nº 78/2022 autoriza a adoção do critério do fluxo de caixa descontado nesse contexto, contanto que tal critério não tenha sido determinante para a fixação da relação de troca negociada<sup>14</sup>.

26. No presente caso, nos termos do art. 8, inciso II e §1º, da Resolução CVM nº 78/2022, adotou-se o critério do fluxo de caixa descontado para o cálculo da relação de troca comparativa exigida pelo art. 264 da Lei nº 6.404/1976. Conforme fato relevante divulgado pela Companhia em 11/02/2025, o referido critério não foi determinante para a fixação da relação de troca negociada<sup>15</sup>, de modo que não há qualquer impeditivo para a sua utilização no caso concreto.

#### O Parecer de Orientação CVM nº 35 e a constituição de comitê independente

27. O Parecer de Orientação CVM nº 35/2008 recomenda aos administradores de companhias abertas que observem determinados procedimentos durante a negociação de operações societárias envolvendo sociedades controladas e

---

<sup>13</sup> Tal relação de troca comparativa, prevista no art. 264 da Lei nº 6.404/1976, se presta a duas finalidades principais: (i) uma primeira, informacional, de conferir aos acionistas uma base de comparação para avaliar se a relação de troca negociada na incorporação é justa; e (ii) uma segunda, econômica, de servir de base para o cálculo do valor do recesso, nos casos em que a relação de substituição negociada for menos vantajosa do que aquela resultante dos parâmetros previstos no *caput* do art. 264 da Lei nº 6.404/1976, conforme §3º de tal dispositivo.

<sup>14</sup> Cf., art. 8º da Resolução CVM nº 78/2022: “Art. 8º Os laudos de avaliação elaborados para os fins do art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, podem utilizar um dos seguintes critérios: I – valor de patrimônio líquido a preços de mercado; ou II – fluxo de caixa descontado. § 1º O critério previsto no inciso II somente pode ser utilizado para os fins do art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, se não tiver sido utilizado como critério determinante para estabelecer a relação de substituição proposta”.

<sup>15</sup> Cf., fato relevante de 11/02/2025.

controladoras, por reconhecer que, em tais operações, inexistem duas maiorias acionárias “independentes” para negociar a relação de troca.

28. Nesse sentido, o Parecer de Orientação CVM nº 35/2008 enumera alguns procedimentos e medidas que visam, em última análise, assegurar que a relação de troca e demais condições da operação sejam negociadas de maneira independente. Considera-se que a construção de um processo hígido de negociação é a melhor forma de assegurar a comutatividade das condições da operação – ou, em outras palavras, que é possível criar uma via de legitimação para operações dessa natureza a partir deste processo.

29. Nesse contexto, o Parecer de Orientação nº 35 sugere a adoção de uma das seguintes soluções em operações dessa natureza: **(i)** a criação de um comitê especial independente para negociar a operação e submeter as suas recomendações ao conselho de administração; ou **(ii)** a aprovação da operação pela maioria dos acionistas não-controladores, inclusive os titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito.

30. No presente caso, com a finalidade de conferir maior robustez à operação, o Atacadão adotou ambos os procedimentos recomendados no Parecer de Orientação CVM nº 35/2008. Nesse sentido, **(i)** foi constituído Comitê Independente, formado exclusivamente por administradores independentes da Companhia que atendem aos critérios de independência previstos no Regulamento do Novo Mercado, conforme atestado pela assembleia geral da Companhia quando da sua eleição para os cargos<sup>16</sup>, para negociar a operação e submeter as suas recomendações ao Conselho de Administração do Atacadão; e **(ii)** a operação será submetida à aprovação da maioria

---

<sup>16</sup> Cf., ata da assembleia geral ordinária da Companhia realizada em 16/04/2024 em que os acionistas aprovaram: “por maioria de votos dos acionistas presentes na Assembleia, registradas as abstenções e votos contrários, conforme mapa de votação constante do Anexo I à presente ata, **o enquadramento das Sras. Vânia Maria Lima Neves e Cláudia Filipa Henriques de Almeida e Silva Matos Sequeira e do Sr. Alexandre Arie Szapiro como membros independentes do Conselho da Administração da Companhia, nos termos do artigo 17 do Regulamento do Novo Mercado e artigo 19, §2º do Estatuto Social da Companhia**” (destacou-se).

dos acionistas detentores de ações em circulação de emissão do Atacadão presentes à assembleia<sup>17</sup>.

31. Em relação ao item (i), convém ressaltar que o Parecer de Orientação exige que, caso o comitê seja constituído exclusivamente por administradores da companhia (como é o caso), a maioria dos seus membros deve ser independente, presumindo-se como tal aqueles que atendam à definição de “conselheiro independente” prevista no Regulamento do Novo Mercado. O Comitê Independente constituído no caso atende a tais requisitos, na medida em que não apenas a maioria, mas a totalidade dos seus membros são administradores independentes do Atacadão<sup>18</sup>.

32. Com relação ao item (ii), noto que a Companhia adotou um critério ainda mais restritivo do que aquele recomendado pelo Parecer de Orientação CVM nº 35/2008, na medida em que o universo de acionistas titulares de ações em circulação<sup>19</sup> é menor do que o de acionistas “não-controladores”, por não englobar os acionistas que também são administradores da companhia e pessoas vinculadas ao acionista controlador.

33. Ante o exposto, entendo que a primeira fase da operação, envolvendo a incorporação das ações do Atacadão pela MergerSub, é regular e atende integralmente ao regime jurídico típico da incorporação de ações.

#### *O resgate de ações*

34. Em relação à **segunda** etapa da operação que se pretende implementar – resgate da totalidade das ações preferenciais resgatáveis emitidas pela MergerSub e

---

<sup>17</sup> Cf., fato relevante divulgado pela Companhia em 11/02/2025.

<sup>18</sup> Ainda que se considere que uma das membras do comitê não seria independente, por ser também conselheira independente do CSA, o Comitê Independente observaria as recomendações do Parecer de Orientação CVM nº 35/2008, uma vez que seria composto por maioria de conselheiros independentes.

<sup>19</sup> Ações em circulação são definidas pela CVM como “todas as ações emitidas pela companhia objeto, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia objeto, e aquelas em tesouraria” (art. 3º, inciso II, da Resolução CVM nº 85/2022).

entregues aos acionistas do Atacadão no âmbito da incorporação de ações –, tampouco vislumbro qualquer irregularidade.

35. O resgate acionário está previsto no art. 44, §1º, da Lei nº 6.404/1976 como a operação que “consiste no pagamento do valor das ações para retirá-las definitivamente de circulação, com redução ou não do capital social”.

36. O resgate rompe o vínculo da sociedade com o acionista. As ações resgatadas são canceladas e aquele que antes integrava o quadro acionário torna-se credor da sociedade. Nesse sentido, seja pelo cumprimento de uma previsão estatutária, seja pela decisão assemblear, o resgate consiste em verdadeiro direito potestativo da companhia, já que o acionista “resgatado” não pode objetar o cancelamento de suas ações.

37. A Lei nº 6.404/1976 não fixa critérios para a determinação do valor do resgate, de modo que os administradores dispõem de discricionariedade para determinar a forma como será realizado o pagamento do resgate, se em dinheiro ou em bens.

38. Como explicado acima, no presente caso o resgate será feito, a critério do acionista, em dinheiro e/ou em ações de emissão do CSA ou BDR representativos de tais ações, de modo que o resgate proposto atende integralmente ao regime jurídico previsto no art. 44 da Lei nº 6.404/1976.

*A legitimidade da transação sob o ponto de vista dos seus efeitos*

39. Para além de não haver irregularidade em qualquer das etapas da transação, a operação vista como um todo não produz resultado proibido por lei e nem contraria, direta ou indiretamente, norma legal imperativa. Trata-se do uso legítimo de formas jurídicas para a consecução de um objetivo subsequente, almejado pelas partes.

40. Com efeito, a transação proposta segue o mesmo roteiro de diversas reorganizações societárias de natureza semelhante realizadas nos últimos anos. E, em pelo menos uma ocasião, a CVM já afirmou categoricamente que esse tipo de

estrutura, que envolve a combinação de operações de incorporação com operações de resgate, é legítima.

41. Nesse sentido, ao apreciar os Processos CVM nº 19957.007756/2018-46 e 19957.007885/2018-34, o Colegiado da CVM reconheceu que a legislação societária não proíbe operações de reorganização societária inclusive mais “agressivas” que a presente, que tenham por consequência a realização compulsória de uma parcela da participação dos acionistas na sociedade incorporada (ou cujas ações são incorporadas).

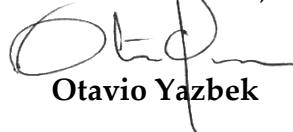
42. No presente caso, os acionistas do Atacadão terão direito de optar entre a realização da totalidade de sua participação acionária (caso optem por receber ações resgatáveis classe A de emissão da MergerSub), de uma parte de sua participação acionária (caso optem por receber ações resgatáveis classe B de emissão da MergerSub), ou por converter a totalidade de sua participação societária em ações de emissão do CSA ou em BDR lastreado em tais ações. Em outras palavras, diferentemente do precedente analisado pelo Colegiado da CVM, o recebimento da parcela em dinheiro sequer será compulsório – de modo que, com ainda mais razão, deve-se concluir pela regularidade da operação como um todo.

#### *Conclusões*

43. Diante de todo o exposto, concluo que a operação, em todas as suas etapas e como um todo, é plenamente regular e legítima.

44. Como destaquei, todos os pontos mencionados ao longo desta carta serão objeto de aprofundamento em parecer próprio, ora em fase de elaboração.

Atenciosamente,



**Otavio Yazbek**

t r i n d a d e  
s o c i e d a d e d e a d v o g a d o s

São Paulo, 19 de março de 2025

AO  
**ATACADÃO S.A.**  
Morvan Dias de Figueiredo, nº 6.169  
02170-901, São Paulo, SP

At.: Conselho de Administração do Atacadão S.A.

Ref.: **Conclusões sobre Consulta Relativa à Operação de Reorganização Societária entre Sociedades sob Controle Comum**

Prezados Senhores,

1. Fazemos referência à consulta apresentada por V.Sas. sobre certas questões relativas à operação de reorganização societária anunciada por Atacadão S.A. (“Atacadão” ou “Companhia”) em 12 de fevereiro de 2025 (“Consulta”), que será submetida à deliberação dos acionistas da Companhia em assembleia geral extraordinária convocada para realizar-se, em primeira convocação, no dia 7 de abril de 2025 (“AGE”).
2. Aquelas questões dizem respeito à regularidade de tal operação à luz das disposições da Lei nº 6.404/76 (“Lei das S.A.”), da regulamentação editada pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), do estatuto social da Companhia (“Estatuto”) e do regulamento do Novo Mercado da B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”), segmento especial de governança corporativa em que as ações da Companhia se encontram listadas.
3. Esta carta adianta nossas conclusões quanto às questões objeto da Consulta, as quais serão detalhadas em parecer que será oportunamente apresentado.

## I. CONTEXTO

4. No dia 12 de fevereiro de 2025, o Atacadão divulgou aviso de fato relevante informando a celebração de um “*Merger of Shares Agreement*” (“Acordo de Incorporação”), tendo por objeto a implementação de uma operação de reorganização societária com a finalidade de unificar as bases acionárias da Companhia e do seu acionista controlador, Carrefour S.A. (“CSA”), companhia aberta francesa listada na bolsa de valores Euronext Paris (“Operação”).

5. Nos termos do Acordo de Incorporação e do protocolo celebrados com base nele (“Protocolo”), a Operação será implementada por meio da consecução de diversas etapas, todas interdependentes.

6. A primeira etapa consiste na incorporação, nos termos do art. 252 da Lei das S.A., da totalidade das ações de emissão da Companhia em Brachiosaurus 422 Participações S.A. (“MergerSub”), companhia fechada brasileira cuja integralidade do capital social é detida pelo Carrefour Nederland B.V (“CNBV”).

7. Como resultado, MergerSub emitirá 1 (uma) nova ação preferencial compulsoriamente resgatável, de classe “A”, “B” ou “C” (“Novas Ações”), em substituição a cada ação ordinária da Companhia, cabendo a cada acionista do Atacadão decidir a classe de Novas Ações que deseja receber, com o consequente recebimento de diferentes contraprestações pelo resgate.<sup>1</sup>

8. Assim, conforme a relação de substituição estabelecida no Acordo de Incorporação e no Protocolo, o resgate das Novas Ações será implementado nas seguintes condições:

- (i) cada 1 (uma) ação preferencial classe “A” da MergerSub será resgatada mediante pagamento, em dinheiro, ao seu titular, de R\$ 7,70 (sete reais e setenta centavos);
- (ii) cada 1 (uma) ação preferencial classe “B” da MergerSub será resgatada mediante (a) a entrega, a critério do titular, de 0,04545454545454551 ações ordinárias emitidas pelo CSA, negociadas na Euronext Paris, ou de 0,0454545454545455 Brazilian Depositary Receipts lastreados pelas ações de CSA (“BDRs”),<sup>2</sup> a serem registrados em um Programa de

---

<sup>1</sup> Observado o “Período de Opção” e os demais procedimentos estabelecidos na Cláusula 1.7 do Protocolo.

<sup>2</sup> Observados os requisitos necessários à implementação da opção de entrega de BDRs, conforme a Cláusula 1.6 do Protocolo.

BDRs Nível I patrocinado e negociados na B3;<sup>3</sup> e (b) pagamento, em dinheiro, de R\$ 3,85 (três reais e oitenta e cinco centavos) por ação; e

(iii) cada 1 (uma) ação preferencial Classe C da MergerSub será resgatada mediante a entrega, a critério do titular, de 0,09090909090909093 ações de emissão de CSA ou 0,0909090909090909 BDRs.

9. Considerando que Atacadão e MergerSub são sociedades sob o controle comum de CSA, a Companhia constituiu, para os fins do Parecer de Orientação nº 35/08, editado pela CVM (“Parecer 35”), um comitê especial independente composto por membros do Conselho de Administração (“Comitê Independente”), para negociar os termos e condições da Operação, incluindo a relação de substituição de ações.

10. Ao final da Operação, a Companhia se tornará uma subsidiária integral da MergerSub, com sua consequente saída do Novo Mercado e a conversão do registro de companhia aberta categoria “A” em categoria “B”.

## II. OBJETO DA CONSULTA

11. Diante do contexto narrado acima, a Consulta indaga se a estrutura da Operação está em conformidade com (i) o regime legal a ela aplicável; (ii) as recomendações constantes do Parecer 35 e (iii) o disposto no art. 46 do regulamento do Novo Mercado da B3 (“Regulamento do Novo Mercado”).

## III. REGIME LEGAL DAS INCORPORAÇÕES DE AÇÕES ENVOLVENDO PARTES RELACIONADAS

12. As operações de reorganização societária<sup>4</sup> estão recorrentemente inseridas no âmbito de processos de concentração econômica, por meio dos quais se busca conferir maior eficiência ao exercício da atividade empresarial.

---

<sup>3</sup> Observados os procedimentos e restrições aplicáveis à entrega de ações de CSA descritos nas cláusulas 1.2.1 e 1.2.2 do Protocolo.

<sup>4</sup> “A LSA refere-se à transformação, incorporação, fusão e cisão como “operações”, palavra que significa ato ou efeito de operar, fazer, realizar ou agir, e é empregada para representar conjuntos de atos interligados, processos ou procedimentos, que conduzem a determinado resultado. A expressão “operações financeiras”, por exemplo, significa qualquer tipo de negócio jurídico, ou conjunto de negócios jurídicos, considerado como meio de produzir determinados efeitos financeiros. Classificados juridicamente, transformação, incorporação, fusão e cisão da sociedade são negócios jurídicos contratuais típicos, ou nominados, próprios do direito societário, que têm em comum a função de reorganizar sociedades (...)” BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. “Reorganização”, in LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das Companhias**. 2ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Forense, 2017, p. 1259.

13. Diante dessa realidade, o direito societário se encarrega de criar instrumentos jurídicos aptos a viabilizar tais operações, adaptáveis às particularidades concretas de cada negócio específico.<sup>5</sup>

14. Para cumprir essa função, a Lei das S.A. prevê uma considerável variedade de negócios jurídicos – incorporação, incorporação de ações, fusão, cisão, aumento de capital mediante conferência de bens, redução de capital *in natura*, emissão de valores mobiliários com diferentes características, ofertas públicas de aquisição etc. – que podem ser utilizados, isolada ou conjuntamente, em operações de reorganização societária.

15. A estruturação da operação – e a escolha dos negócios jurídicos utilizados – dependerá, por sua vez, da vontade das partes e das particularidades inerentes a cada situação concreta, respeitados os limites impostos pelo legislador.<sup>6</sup>

16. Nesse contexto de ampla disponibilidade de meios, a regularidade de uma reorganização societária depende, essencialmente, da observância do regime legal aplicável aos negócios jurídicos que a compõem e dos requisitos gerais de sua validade (Código Civil, art. 166; Lei das S.A., art. 286).

### **III.1. Incorporação de ações como negócio jurídico típico**

17. Como mencionado anteriormente, o primeiro passo da Operação será uma incorporação de ações, negócio jurídico típico previsto no art. 252 na Lei das S.A., que tem por objetivo a conversão da sociedade cujas ações são incorporadas em subsidiária integral da incorporadora.

18. Conforme estabelecem o Acordo de Incorporação e o Protocolo, o objetivo central da Operação é unificar as bases acionárias da Companhia, sob a justificativa de que tal unificação **(i)** oferecerá a todos os acionistas do Atacadão (a) “*a oportunidade de assegurar liquidez em termos justos e atrativos*”<sup>7</sup> e (b) a “*opção de*

---

<sup>5</sup> EIZIRIK, Nelson. **Lei das S/A Comentada**. Vol. 4. 3ª ed. rev. e ampl. Quartier Latin: São Paulo, 2021, p. 97 e ss.

<sup>6</sup> É como explica José Luiz Bulhões Pedreira: “*Como ocorre em todo negócio nominado, ou típico, na incorporação, fusão e cisão prevalece o princípio da liberdade de contratar, limitada, porém, por normas legais cogentes ou dispositivas. Na interpretação do regime legal desses negócios, sua aplicação a casos concretos e na apreciação da validade das estipulações é fundamental, portanto, identificar as normas legais que são cogentes, dispositivas e supletivas.*” “Incorporação, Fusão e Cisão”, in LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das Companhias**. 2ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Forense, 2017, p. 1265.

<sup>7</sup> Conforme descrito na Cláusula 2.1.1(i) do Protocolo, a relação de substituições de ações acordada representou um “*prêmio de 32,4% em relação ao preço médio ponderado por volume (VWAP - volume-weighted average price) das ações do Atacadão no mês anterior a 10 de fevereiro de 2025 e um prêmio de 27,3% sobre a relação de troca (i.e., o quociente entre o preço por ação do Atacadão e de CSA)*

*migrar para o CSA, líder global do varejo de alimentos, ao mesmo tempo em que tem mantêm exposição indireta ao Atacadão”; e (ii) fornecerá à administração da Companhia “maior capacidade para focar exclusivamente nas operações principais e contribuir ainda mais para a estratégia do grupo de continuar a oferecer retorno superior aos acionistas”.*

19. Trata-se, como se nota, de finalidade compatível com os pressupostos do negócio jurídico típico da incorporação de ações, conforme previsto na Lei das S.A. Do ponto de vista da empresa cujas ações serão incorporadas, pretende-se assegurar foco nas *operações* principais de modo *a oferecer retorno superior aos acionistas*. E do ponto de vista da base acionária do Atacadão, assegurar, à escolha dos acionistas, liquidez ou exposição aos negócios combinados e, portanto, com manutenção da exposição às atividades da incorporada.

20. A instrumentalização da Operação de concentração empresarial como incorporação de ações e não incorporação de sociedades, sob a ótica dos acionistas das companhias envolvidas na incorporação de ações, é neutra: **(i)** os acionistas da companhia cujas ações serão incorporadas receberão ações de emissão da incorporadora, em contrapartida à transferência compulsória das ações anteriormente detidas; e **(ii)** os acionistas da companhia incorporadora sofrerão diluição em sua participação acionária, em decorrência da emissão de novas ações a serem entregues exclusivamente aos acionistas da companhia cujas ações foram incorporadas.<sup>8</sup>

21. Assim, a única substancial diferença entre a incorporação de companhias e incorporação de ações é que, neste último caso, preserva-se a personalidade jurídica da companhia cujas ações serão incorporadas, com a consequente ausência de transmissão do patrimônio da incorporada à incorporadora, mantendo-se a autonomia patrimonial da sociedade transformada em subsidiária integral.

### **III.2. Incorporação de ações que resulta em fechamento de capital**

22. Por muitos anos, o mercado de capitais brasileiro enfrentou dúvidas relevantes ao lidar com reorganizações societárias que envolviam, simultaneamente, companhias abertas e fechadas, sobretudo nos casos em que uma companhia aberta era incorporada, ou tinha suas ações incorporadas, por uma

---

*assumindo o VWAP para o mesmo período e a taxa oficial de câmbio divulgada pelo Banco Central do Brasil em 10 de fevereiro de 2025”.*

<sup>8</sup> Ressalve-se, uma vez mais, a distinção relativa ao direito de retirada dos acionistas dissidentes.

companhia fechada, sem que esta obtivesse seu registro como companhia aberta após a operação.

23. Nessas situações, os acionistas da companhia anteriormente aberta que votassem contrariamente à operação poderiam se ver forçados a migrar para uma sociedade com capital fechado, perdendo a liquidez que lhes era proporcionada pelo acesso ao mercado secundário.

24. O debate quanto a esse ponto foi encerrado há mais de 25 anos, com a reforma da Lei das S.A. promovida pela Lei nº 9.457, de 1997, que introduziu, no art. 223, os parágrafos 3º e 4º, que tratam especificamente da matéria:

*“Art. 223. (...)*

**§ 3º Se a incorporação, fusão ou cisão envolverem companhia aberta, as sociedades que a sucederem serão também abertas**, devendo obter o respectivo registro e, se for o caso, promover a admissão de negociação das novas ações no mercado secundário, no prazo máximo de cento e vinte dias, contados da data da assembleia-geral que aprovou a operação, observando as normas pertinentes baixadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

**§ 4º O descumprimento do previsto no parágrafo anterior dará ao acionista direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), nos trinta dias seguintes ao término do prazo nele referido, observado o disposto nos §§1º e 4º do art. 137.”**

25. A partir de então, a Lei das S.A. passou a estabelecer expressamente um regime jurídico aplicável à situação em que o capital de uma companhia aberta é fechado como consequência de uma operação societária.

26. De acordo com esse regime jurídico específico, há dois caminhos possíveis. O primeiro, previsto no § 3º do art. 223, é o da **abertura de capital** da incorporadora no prazo ali estabelecido, de 120 (cento e vinte dias), com a finalidade, tanto quanto possível, da *“manutenção das condições de liquidez”*<sup>9</sup> existentes antes da operação.

27. O segundo caminho, previsto no § 4º do art. 223, é o da **não abertura de capital** da incorporadora, caso em que, dada a perda de liquidez, o legislador assegurou o direito de recesso aos acionistas dissidentes da deliberação que aprovar a operação.

---

<sup>9</sup> EIZIRIK, Nelson. **Lei das S/A Comentada**. Vol. 4. 3ª ed. rev. e ampl. Quartier Latin: São Paulo, 2021, p. 107.

28. A combinação dos dois dispositivos em questão revela que não há qualquer obrigação de observar o caminho previsto no § 3º do art. 223, podendo a incorporadora optar por não obter registro de companhia aberta, hipótese em que se estará diante de uma nova hipótese de direito de retirada, na forma do § 4º do mesmo artigo, e não do descumprimento de um comando de conduta.

29. Ou seja, em uma incorporação de companhia aberta, a Lei das S.A. **não vedou a manutenção da sociedade incorporadora como companhia fechada**, limitando-se a atribuir, nessa hipótese, a possibilidade de exercício do direito de retirada.

30. Entretanto, o advento da Lei nº 9.457/97 não foi suficiente para sanar todas as controvérsias referentes ao tema, especialmente quando se tratava de operações de incorporação envolvendo *partes relacionadas*, tendo em vista a ausência de expressa referência às incorporações *de ações* tanto no art. 223 da Lei das S.A. quanto no art. 264 da mesma lei.

31. A polêmica era artificial, na medida em que o regime legal aplicável à incorporação de ações é em quase tudo idêntico àquele que incide sobre a incorporação de sociedades. A começar pelo fato de que ambas as operações dependem de aprovação pela assembleia geral dos acionistas de ambas as companhias, e de protocolo e justificação a serem celebrados pelas respectivas administrações.<sup>10</sup>

32. Além disso, tanto na incorporação de sociedades quanto nas incorporações de ações a aprovação da operação pelas assembleias está submetida a quórum diverso nas duas sociedades envolvidas: **(i)** na companhia incorporadora, exige-se a aprovação da maioria dos acionistas votantes presentes, inclusive do aumento de capital a ser realizado mediante a entrega das ações a serem incorporadas e do respectivo laudo de avaliação daquelas ações; e **(ii)** na companhia cujas ações serão incorporadas, exige-se a aprovação pela metade, no mínimo, do total de ações com direito a voto, com a consequente autorização a seus diretores para subscreverem, por conta dos acionistas, o aumento de capital da incorporadora.<sup>11</sup>

33. Essa polêmica artificial foi superada com a promulgação da Lei nº 10.303, de 2001, que a um só tempo acrescentou à Lei das S.A. dispositivos que tratam

---

<sup>10</sup> Cf. art. 252 da Lei das S.A.

<sup>11</sup> A Lei das S.A. estabelece que o valor das ações incorporadas deverá equivaler, conforme avaliação especializada, a montante ao menos igual ao do capital a realizar em virtude da operação (cf. art 226 c/c art. 252 da Lei de S.A.).

especificamente do cancelamento de registro de companhia aberta (arts. 4º e 4-A) e manteve a redação dos §§ 3º e 4º da Lei das S.A. que haviam sido incluídos pela Lei 9.457/97.

34. Ao fazer essa opção, a Lei nº 10.303/01 confirmou que tanto as operações de incorporação quanto as de incorporação de ações, mesmo que a incorporadora seja a companhia controladora e que delas possa indiretamente resultar o fechamento de capital da companhia incorporada, estão sujeitas a um regime jurídico distinto daquele aplicável ao cancelamento de registro.

35. Isso porque nada justificaria que o art. 223 da Lei das S.A. facultasse a não abertura do capital a companhias fechadas que incorporassem uma outra companhia, mas não a companhias fechadas que incorporassem as ações de uma outra companhia, dado que em ambos os casos as bases acionárias de uma companhia aberta são transferidas para uma companhia fechada.<sup>12</sup>

36. Não surpreende, assim, que o Colegiado da CVM tenha confirmado essa interpretação já em janeiro de 2002, com o Processo CVM nº RJ2001/11663,<sup>13</sup> e tampouco que tal entendimento tenha se consolidado nos Processos CVM nº RJ2004/2274<sup>14</sup> e nº 2005/5203,<sup>15</sup> no exame do qual tive a oportunidade de observar o seguinte:

*"A incidência de tais normas específicas afasta, por evidente, a incidência da norma genérica do art. 4º, §4º, da Lei 6.404/76, que determina a realização de OPA previamente ao cancelamento de registro de companhia aberta. Tal regra deve ser lida - como aliás toda e qualquer regra - com a ressalva, implícita, óbvia e por isto desnecessária, "salvo disposição em contrário".*

*Há, no caso, norma em sentido contrário, qual seja, a regra do art. 223 da Lei 6.404/76, relativa às incorporações, que determina que a penalidade aplicável pela não abertura de capital da incorporadora (isto é, pelo fechamento indireto de capital) é o pagamento, pela companhia incorporadora, do valor de recesso aos acionistas que assim o desejarem.*

---

<sup>12</sup> E, com o advento da Lei nº 10.303/01, também nos dois casos com as proteções adicionais do art. 264 da Lei das S.A., quando se tratar de *partes relacionadas*.

<sup>13</sup> Cf. Processo CVM nº RJ2001/11663, julgado em 15 de janeiro de 2002.

<sup>14</sup> Cf. Processo CVM nº 2004/2274, julgado em 20 de abril de 2004.

<sup>15</sup> Cf. Processo CVM nº 2005/5203, julgado em 24 de agosto de 2005.

*Portanto, realizada a incorporação (seja incorporação de ações, seja completa incorporação), pode ocorrer que o capital da companhia incorporadora não seja aberto, e neste caso assegura-se o direito de recesso." (grifou -se)*

37. Em outras palavras, as controvérsias a esse respeito adquiriram valor meramente histórico. Há anos se reconhece, na jurisprudência da CVM e de forma quase unívoca na doutrina, que uma companhia aberta pode ter seu capital fechado como consequência de uma operação societária, seja de incorporação ou de incorporação de ações, sem que isso resulte na obrigação de lançar uma oferta pública de cancelamento de registro.

### **III.3. Incorporações de ações envolvendo partes relacionadas**

38. Do mesmo modo, nada permitia que as operações de incorporação de ações envolvendo partes relacionadas pudessem deixar de observar o disposto no art. 264 da Lei das S.A., com as proteções ali asseguradas nas operações de incorporação de sociedades. E isso foi confirmado pela Lei 10.303/01, que incluiu expressamente a referência às incorporações *de ações* no rol de operações sujeitas ao regime protetivo estabelecido no art. 264.

39. Aquele regime protetivo deveria mesmo se aplicar a qualquer hipótese em que se manifeste a preocupação do legislador com o fato de que a aprovação da operação é determinada *por uma única maioria acionária*, ou seja, em que a vontade social das companhias envolvidas é formada a partir de um mesmo núcleo de interesses.

40. Para lidar com aquela preocupação, a Lei das S.A. tinha alguns caminhos à sua disposição. Um primeiro caminho, que a lei não trilhou, seria o de impedir o voto do acionista controlador, de modo eliminar a existência de uma só vontade a decidir a reorganização societária.

41. Ao contrário, nos termos do seu art. 264, ao invés de uma intervenção de natureza *política*, a lei lidou com o tema através do aumento do nível de *informação* e de proteção *patrimonial* dos acionistas não controladores e da própria companhia.

42. Isso equivale a dizer que, nessas operações, sem prejuízo a outras restrições normativas que porventura se apliquem, a Lei das S.A. autoriza o controlador a exercer seu direito de voto nas diferentes sociedades envolvidas.

43. Em contrapartida, para tutelar os acionistas não controladores do ponto de vista *informativo*, o art. 264 da Lei das S.A. exige que a justificativa apresentada à

assembleia geral da companhia controlada contenha uma relação de troca comparativa, calculada com base em critérios pré-estabelecidos, a fim de permitir o seu cotejo com aquela efetivamente acordada no âmbito da operação.<sup>16</sup>

44. A relação de troca comparativa demandada pela lei deve ser apurada com base na avaliação das companhias envolvidas com base em um mesmo critério, cabendo à CVM estipular quais critérios de avaliação serão aceitos quando essas operações envolverem companhias abertas.<sup>17</sup>

45. Atualmente, o tema se encontra disciplinado na Resolução CVM nº 78/22, segundo a qual “[o]s laudos de avaliação elaborados para os fins do art. 264 da Lei nº 6.404, de 1976, podem utilizar um dos seguintes critérios: I – valor de patrimônio líquido a preços de mercado; ou II – fluxo de caixa descontado”, sendo certo, entretanto, que o critério de fluxo de caixa descontado só pode ser utilizado para esse fim caso não tenha sido determinante para o estabelecimento da relação de substituição proposta.<sup>18</sup>

46. No caso da consulta, a relação de substituição foi negociada considerando diversas metodologias e referências de avaliação (sem a utilização do valor econômico apurado pelo fluxo de caixa descontado como critério determinante para estabelecer a relação de substituição proposta), resultando em uma relação de substituição que representou um prêmio sobre a cotação média ponderada das ações da incorporada,<sup>19</sup> autorizando, portanto, a utilização do critério do fluxo de caixa descontado na avaliação necessária à apuração da relação de troca comparativa prevista no art. 264 da Lei das S.A.

47. Mas não é só. Em adição a esse acréscimo informacional, o art. 264 determina que, no caso de a relação de troca comparativa revelar-se mais vantajosa do que

---

<sup>16</sup> EIZIRIK, Nelson. **Lei das S/A Comentada**. Vol. 4. 3ª ed. rev. e ampl. Quartier Latin: São Paulo, 2021, p. 482.

<sup>17</sup> É o que diz o *caput* do Art. 264 da Lei das S.A. “Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificativa, apresentada à assembleia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas”.

<sup>18</sup> Cf. o art. 8º da Resolução CVM nº 78/22.

<sup>19</sup> A cláusula 2.1.1.(i) do Protocolo indica que a relação de substituição negociada resultou em um “prêmio de 32,4% em relação ao preço médio ponderado por volume (VWAP - volume-weighted average price) das ações do Atacadão no mês anterior a 10 de fevereiro de 2025 e um prêmio de 27,3% sobre a relação de troca (i.e., o quociente entre o preço por ação do Atacadão e de CSA) assumindo o VWAP para o mesmo período e a taxa oficial de câmbio divulgada pelo Banco Central do Brasil em 10 de fevereiro de 2025”.

aquela efetivamente adotada, os acionistas dissidentes da sociedade controlada poderão exercer direito de retirada e escolher se o valor de reembolso será fixado na forma do art. 45 da Lei das S.A. ou com base no critério adotado para subsidiar a comparação em questão,<sup>20</sup> assegurando-lhes, portanto, uma proteção adicional de natureza *patrimonial*.

#### **III.4. A emissão de ações resgatáveis na incorporação de ações**

48. Ainda quanto à legalidade da Operação, cumpre agora examinar a regularidade de emissão de ações preferenciais da incorporadora das ações, compulsoriamente resgatáveis, em substituição das ações de emissão da companhia cujas ações são incorporadas.

49. Como se sabe, a emissão de ações preferenciais é um mecanismo expressamente previsto na Lei das S.A.<sup>21</sup> e que tem sido amplamente utilizado em operações de reorganização societária realizadas no Brasil ao longo da última década, em conformidade com o princípio da liberdade de contratar que orientou a elaboração da lei.<sup>22</sup>

50. Além do resgate por deliberação assemblear, previsto no art. 44 da Lei das S.A., ações preferenciais podem ser resgatáveis por determinação ou faculdade

---

<sup>20</sup> É o que dispõe o Art 264, §3º, da Lei das S.A.: “*Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembléia-geral da controlada que aprovar a operação, poderão optar, no prazo previsto no art. 230, entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor apurado em conformidade com o disposto no caput, observado o disposto no art. 137, inciso II*”.

<sup>21</sup> “Art. 19. O estatuto da companhia com ações preferenciais declarará as vantagens ou preferências atribuídas a cada classe dessas ações e as restrições a que ficarão sujeitas, e poderá prever o resgate ou a amortização, a conversão de ações de uma classe em ações de outra e em ações ordinárias, e destas em preferenciais, fixando as respectivas condições.”

<sup>22</sup> Como se vê da Exposição Justificativa que acompanhou o anteprojeto que se transformou na Lei das S.A.: “5. Com o objetivo anteriormente definido — que, afinal, constitui a base institucional das Sociedades Anônimas — o Projeto busca elaborar um sistema baseado nos seguintes princípios: a) ampla liberdade para o empresário escolher os valores mobiliários que melhor se adaptem ao tipo de empreendimento e às condições do mercado, num grande espectro de alternativas que vai da disciplina das novas ações, com ou sem valor nominal, à criação das várias espécies de debêntures, bônus de subscrição e partes beneficiárias (estas conservadas, porém com limitações); (...) c) a modernização da estrutura jurídica da grande empresa não pode ser imposta inopinadamente, mas exige um período mais ou menos longo para ser absorvida por empresários, pelo mercado e pelos investidores; daí o Projeto ter adotado, sempre que possível, a forma de opções abertas à empresa, que as adotará se e quando julgar conveniente (títulos novos, formas de administração, grupamentos de empresas e outros), não obstante as normas de proteção ao minoritário se revestirem de caráter cogente (comportamento e responsabilidade dos administradores, informações ao público, direitos intangíveis dos acionistas e outras)” Para a íntegra da Exposição Justificativa consulte-se LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A Lei das S/A – Pressupostos, Elaboração, Modificações**. 3ª ed., vol. 1, Renovar: Rio de Janeiro, 1997, pp. 221-260.

estabelecida em cláusula estatutária, que estabeleça as condições em que será procedido o resgate.<sup>23</sup>

51. O Acordo de Incorporação e o Protocolo indicam as *condições* estabelecidas para o resgate das Novas Ações a serem emitidas por MergerSub no âmbito da Operação, que ocorrerá imediatamente após a incorporação de ações. Tais condições são pré-definidas e estendidas a todos os acionistas de Atacadão – que, relembre-se, poderão escolher as condições que melhor atendem aos seus interesses, entre os três oferecidos.

52. Nesse sentido, como já mencionado anteriormente, a emissão das ações preferenciais compulsoriamente resgatáveis de MergerSub atende a uma finalidade clara e legítima: permitir que, no processo de unificação das bases acionárias da Companhia e de CSA, objetivo primordial da Operação, os acionistas de Atacadão possam *escolher livremente* entre **(i)** um evento de liquidez imediato, que pode ser total ou parcial, conforme escolham receber Novas Ações classe “A” ou “B”, respectivamente; ou **(ii)** a manutenção, na maior medida possível, da sua exposição econômica indireta ao desempenho da Companhia, por meio da titularidade de ações de CSA ou de BDRs nelas lastreados, caso escolham receber Novas Ações classe “C”.

53. Dessa forma, observado o disposto no Protocolo, os acionistas do Atacadão que preferirem um evento de liquidez integral poderão optar pelo recebimento de Novas Ações de classe “A”, as quais serão resgatadas exclusivamente mediante pagamento em dinheiro. Mas, por outro lado, os acionistas que optarem por preservar, na maior medida possível, a sua exposição econômica indireta ao Atacadão, poderão optar pelo recebimento de Novas Ações classe “C”, as quais serão integralmente resgatadas mediante a entrega de ações de CSA ou de BDRs lastreados em tais ações.

54. Adicionalmente, a estrutura da Operação oferece ainda uma opção intermediária: ao optar pelo recebimento de Novas Ações classe “B”, os seus titulares farão jus a receber, mediante o resgate de tais ações, uma combinação entre pagamento em dinheiro e participação acionária em CSA, direta ou via BDRs.

55. Portanto, a estrutura adotada na Operação preserva a possibilidade de liquidez (total ou parcial) que a detenção das ações da companhia aberta proporcionava – seja imediatamente, pelo resgate total ou parcial em dinheiro, seja

---

<sup>23</sup> Cf. art. 44 da Lei das S.A.

em um momento futuro em que o acionista resolva se desfazer das ações (ou BDRs que receberá, se assim preferir). E, do mesmo modo, assegura a participação na companhia controladora indireta nas mesmas condições de seus demais acionistas, com a mesma exposição remanescente à companhia cujas ações serão incorporadas.

56. Por essa razão, não há que se cogitar, aqui, da discussão sobre a legalidade de a contrapartida ao resgate de ações preferenciais, entregues em uma incorporação ou incorporação de ações, consistir apenas em dinheiro, ou substancialmente em dinheiro.

57. De fato, a alternativa de entrega de ações de CSA (ou BDRs dessas ações) aos titulares das ações por ela indiretamente incorporadas assegura a esses acionistas que assim desejarem o direito de continuar expostos ao ativo Atacadão, sem a necessidade de comprar ações de CSA no mercado.

58. Essa mesma característica da Operação afasta, no caso concreto, a ressalva contida nos votos proferidos nos Processos n<sup>os</sup> RJ-2008-4156<sup>24</sup> e 19957.007756/2018-46 e 19957.007885/2018-34,<sup>25</sup> julgados pela CVM, quanto à impossibilidade de a incorporação de ações ser desenhada sem finalidade empresarial, apenas como um meio de o controlador adquirir as ações incorporadas forçadamente em dinheiro, como ocorreria na hipótese de incorporação em uma sociedade que apenas detivesse os recursos em dinheiro destinados ao pagamento do resgate, sem qualquer outro ativo que fosse entregue aos titulares das ações incorporadas, ou do qual passassem a compartilhar a exposição econômica com o controlador.<sup>26</sup>

---

<sup>24</sup> Julgado em 17 de junho de 2008.

<sup>25</sup> Julgados em 4 de setembro de 2018.

<sup>26</sup> No Processo n<sup>o</sup> RJ-2008-4156, o Diretor Marcos Barbosa Pinto apresentou declaração de voto na qual, depois de esclarecer que, naquele caso, se analisava uma operação de “*incorporação típica e com finalidade empresarial clara*” – como também ocorre a nosso ver neste caso concreto –, ressaltou: “*caso venhamos a nos deparar com incorporações de fachada, utilizando sociedades holding sem ativos operacionais e pagamentos em dinheiro disfarçados, deveremos aplicar a disciplina da fraude à lei, exigindo a realização da oferta pública*”. Do mesmo modo, nos Processos n<sup>os</sup> 19957.007756/2018-46 e 19957.007885/2018-34, o Diretor Pablo Renteria apresentou manifestação de voto no sentido de que a operação não tinha “*por objetivo a exclusão dos minoritários do capital social, pois os investidores de mercado, inclusive aqueles que já eram acionistas [...] antes do anúncio da operação, continuarão a ter a oportunidade de participar da empresa resultante da combinação de negócios*”.

#### IV. A Regulamentação da CVM e o Parecer 35

59. Constatada a observância dos dispositivos legais, é necessário examinar se a Operação também atende à regulamentação expedida pela CVM.

60. Embora tenha reconhecido a inexistência de impedimento de voto do acionista controlador, com o propósito de estimular a observância de bases comutativas em operação sujeitas ao art. 264 da Lei das S.A., a CVM editou, em 2008, o Parecer 35.

61. Por meio do Parecer 35, a CVM registrou seu entendimento e suas recomendações sobre a atuação ideal dos administradores em operações societárias que envolvam a sociedade controladora e suas controladas, ou que envolvam sociedades sob controle comum.

62. A preocupação central do Parecer 35 recai sobre a fase de *negociação* de operações societárias dessa natureza, de modo que os seus destinatários são, em primeiro lugar, os administradores das companhias abertas envolvidas, a quem incumbe negociar os termos e condições da reorganização societária.

63. Nesse sentido, o Parecer 35 recomenda a adoção de procedimentos que variam desde a supervisão de assessores contratados até a rejeição da operação, caso se considere a relação de troca proposta insatisfatória.

64. Mas o Parecer 35 não se limitou a estabelecer um rol de condutas consideradas compatíveis com os deveres fiduciários dos administradores. Ele deu um passo além, sugerindo, alternativamente, duas medidas específicas que visam a assegurar a efetividade das negociações:

65. A primeira delas consiste na constituição de um comitê especial independente para *"negociar a operação e submeter suas recomendações ao conselho de administração"*; a segunda, por sua vez, consiste em condicionar a implementação da operação à *"aprovação da maioria dos acionistas não-controladores, inclusive os titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito."*

66. Considerando que Atacadão e MergerSub são companhias sob o controle comum de CSA, a Operação se enquadra no escopo das recomendações contidas no Parecer 35.

67. Diante disso, ao receber a proposta inicial do acionista controlador relativa à Operação, o Conselho de Administração da Companhia se reuniu e aprovou, em 17

de janeiro de 2025, a constituição do Comitê Independente para revisar e negociar os termos e condições propostos, inclusive a relação de substituição de ações.

68. O Comitê Independente foi composto por 3 (três) membros independentes do conselho de administração da Companhia – o Sr. Alex Szapiro e as Sras. Claudia Almeida e Silva e Vania Neves.

69. Embora a CVM presuma como independentes, para os fins do Parecer 35, salvo demonstração em contrário, os membros de comitês especiais que atendam à definição de “conselheiro independente” prevista no Regulamento do Novo Mercado, a Companhia adotou posicionamento mais prudente e conservador: tendo em vista que a Sra. Claudia Almeida e Silva também ocupa cargo de conselheira de administração independente em CSA, foram considerados “independentes” para os fins das atribuições do Comitê apenas o Sr. Alex Szapiro e a Sra. Vania Neves.

70. Ademais, o Comitê também foi expressamente autorizado a contratar assessores externos para auxiliá-lo no desempenho de suas atribuições. No escopo dessa prerrogativa, foram contratados o escritório Machado Meyer, Sendacz e Opice Advogados, na qualidade de assessor jurídico, e o Rothschild & Co Brasil Ltda. (“Rothschild”), na qualidade de assessor financeiro.

71. Em 11 de fevereiro de 2025, o Comitê aprovou, por unanimidade, a apresentação de recomendação favorável à Operação ao Conselho de Administração da Companhia, com base na estrutura e na relação de substituição resultantes das negociações havidas com o CSA e seus assessores, incluindo a recomendação de que a Operação fosse aprovada pela maioria dos acionistas titulares de ações em circulação. Tal recomendação levou em consideração, ainda, a *fairness opinion* emitida pelo Rothschild, que concluiu que a referida relação de substituição era justa do ponto de vista financeiro.<sup>27</sup>

72. Além do aspecto *negocial* descrito acima, a estrutura da Operação também atendeu, e até com sobras, à recomendação do Parecer 35 de que as operações por ele abrangidas sejam condicionadas à aprovação pela “*maioria dos acionistas não-controladores*”, ou *alternativamente* à constituição de um comitê especial independente.

73. Como mencionado, nos termos do Acordo de Incorporação e do Protocolo, em linha com a recomendação apresentada pelo Comitê, os efeitos da Operação foram expressamente condicionados à aprovação, em deliberação especial a ser

---

<sup>27</sup> Cf. o Anexo III da proposta da administração divulgada em relação à AGE.

tomada pela maioria dos acionistas titulares de ações em circulação da Companhia reunidos em assembleia geral, da própria Operação e da dispensa da exigência de listagem da MergerSub no Novo Mercado (“Deliberação Especial”).

74. Assim, apenas após a Deliberação Especial, e sujeito à sua aprovação, é que a Operação será submetida à aprovação por acionistas titulares de, pelo menos, metade do capital votante da Companhia, para os fins do art. 252, parágrafo 2º, da Lei das S.A.

75. Em outras palavras, a estrutura de negociação e aprovação societária da Operação é *mais rigorosa* do que aquela recomendada pelo próprio Parecer 35, na medida em que compreende a adoção *cumulativa* dos dois principais mecanismos ali sugeridos para assegurar a comutatividade das operações de reorganização societária envolvendo sociedades sob controle comum - os quais, repise-se, são considerados *alternativos* pela CVM.

76. Portanto, além de robustecer o processo de negociação, a estrutura adotada na Operação também eliminou por completo o problema regulatório primordial daquelas reorganizações societárias, que consiste na aprovação da operação por uma única vontade, a do acionista controlador.

## **V. O Regulamento do Novo Mercado**

77. A Operação também observa rigorosamente, a nosso ver, o Regulamento do Novo Mercado, cujo art. 46 estabelece um regime normativo específico, de natureza contratual, que incide sobre qualquer “*reorganização societária que envolva a transferência da base acionária*” das companhias listadas naquele segmento.<sup>28</sup>

78. Nesses casos, “*as sociedades resultantes devem pleitear o ingresso no Novo Mercado em até 120 (cento e vinte) dias da data da assembleia geral que deliberou a referida reorganização*”. E, se não pretenderem fazê-lo, “*a maioria dos titulares das ações em circulação da companhia presentes na assembleia geral deve dar anuência a essa estrutura*”, segundo o parágrafo único do mesmo art. 46.

79. Como visto, conforme a estrutura acordada para a Operação, a MergerSub não se tornará uma companhia aberta listada no Novo Mercado após a sua implementação. Assim, incidirá a norma do parágrafo único do art. 46 do Regulamento do Novo Mercado.

---

<sup>28</sup> Art. 46 do Regulamento do Novo Mercado.

80. Visando a dar cumprimento a esse comando, o Protocolo de fato condicionou expressamente os efeitos da Operação à prévia aprovação da Deliberação Especial no âmbito da AGE convocada para se realizar, em primeira convocação, no dia 7 de abril de 2025, como condição à aprovação das demais matérias necessárias à sua implementação, tendo portanto sido inquestionavelmente observado o Regulamento do Novo Mercado.

#### **VI. A observância do estatuto social no que se refere ao direito de recesso**

81. Finalmente, é preciso analisar se a Operação observa os termos do estatuto social do Atacadão, quanto ao cálculo do direito de recesso dos seus acionistas do Atacadão que não votarem a favor da Operação ou que não comparecerem à AGE poderão exercer o direito de retirada, mediante o reembolso do valor de suas ações (Lei das S.A., art. 252, § 2º).

82. Ao disciplinar a metodologia de cálculo do valor de reembolso das ações, o art. 45, parágrafo 1º, da Lei das S.A., estabelece que “[o] estatuto pode estabelecer normas para a determinação do valor de reembolso, que, entretanto, somente poderá ser inferior ao valor de patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembleia-geral, observado o disposto no § 2º, se estipulado com base no valor econômico da companhia, a ser apurado em avaliação”.

83. Em conformidade com o referido comando legal, o Estatuto do Atacadão prevê, em seu artigo 8º, que, “[n]os casos previstos em lei [...] o valor de reembolso das ações” da Companhia “deverá corresponder ao valor econômico de tais ações, a ser apurado em avaliação [...] sempre que tal valor for inferior ao valor patrimonial constante do último balanço aprovado pela Assembleia Geral”.

84. Atendendo a esse dispositivo, a Companhia contratou, para os fins Operação, a elaboração de avaliação econômica de suas ações. A referida avaliação foi elaborada pela Apsis Consultoria Empresarial Ltda. (“Apsis”), pela metodologia de fluxo de caixa descontado, e indicou o valor econômico das ações da Companhia como R\$ 7,42 na data-base de 31 de dezembro de 2024, conforme o laudo anexo ao Protocolo (“Laudo Apsis”).<sup>29</sup>

85. De acordo com a proposta da administração relativa à AGE, o valor patrimonial das ações da Companhia, por sua vez, correspondia a R\$ 9,87 em 31 de

---

<sup>29</sup> Cópia integral do Laudo Apsis se encontram no Anexo VI da proposta da administração relativa à AGE.

dezembro 2024, e R\$ 9,12 em 31 de dezembro de 2023, data do último balanço aprovado por seus acionistas (“Valor Patrimonial”).

86. Consequentemente, os acionistas que exercerem o direito de retirada no âmbito da Operação deverão receber, pelo reembolso de suas ações, o valor econômico por ação apurado no Laudo Apsis, por se tratar de montante *inferior* ao Valor Patrimonial, como determina o Estatuto da Companhia.

87. Ademais, como mencionado anteriormente, para os fins do art. 264 da Lei das S.A., a Companhia optou pela metodologia de fluxo de caixa descontado para o cálculo da relação de substituição comparativa submetida aos seus acionistas no âmbito da AGE, como faculta expressamente a Resolução CVM nº 78/22.<sup>30</sup>

88. Considerando que a relação de substituição de ações comparativa calculada com base em tal metodologia, conforme descrita no laudo comparativo também elaborado pela Apsis,<sup>31</sup> mostrou-se menos vantajosa<sup>32</sup> para os acionistas não controladores da Companhia do que aquela contratada nos termos do Acordo de Incorporação e do Protocolo, pode-se concluir que o parágrafo 3º do art. 264 não incidirá na Operação, sendo devido apenas o valor de reembolso apurado na forma do estatuto social do Atacadão.

## VII. CONCLUSÕES

89. Diante de todo o exposto, nossas conclusões são as seguintes:

- (i) Assim como outras modalidades de reorganização societária, a incorporação de ações é um negócio jurídico típico previsto na Lei das S.A., sendo certo que a análise quanto à regularidade de cada negócio concreto depende, essencialmente, da observância do regime legal aplicável e da licitude da sua finalidade, a serem interpretados em conformidade com o princípio da liberdade de contratar que norteia a legislação societária brasileira;
- (ii) Desde a edição das Leis nº 9.457 /97 e 10.303/01, não restam dúvidas de que a incorporação, ou incorporação das ações, de uma companhia aberta por uma companhia fechada que não venha a abrir seu capital - como ocorrerá no âmbito da Operação - não atrai a incidência do regime de oferta pública

---

<sup>30</sup> Cf. a Cláusula 4.3 do Protocolo.

<sup>31</sup> Cópia integral deste laudo de avaliação se encontram no Anexo VI da proposta da administração relativa à AGE.

<sup>32</sup> O laudo comparativo elaborado pela Apsis para os fins do art. 264 da Lei das S.A. indicou uma relação de substituição de ações teórica para a Operação de 0,0818763644638316 ação de emissão da CSA ou BDR para 1 (uma) ação do Atacadão (ou Nova Ação classe “C” a ser resgatada).

de aquisição de ações para cancelamento de registro estabelecido nos arts. 4º e 4-A da Lei das S.A., tratando-se apenas de hipótese de direito de retirada, nos termos do seu art. 223, parágrafos 3º e 4º;

- (iii)** As finalidades da Operação, inclusive de unificar as bases acionárias da Companhia e do CSA, são claras e legítimas. A estrutura contratual e societária concebida para o alcance de tal finalidade está em conformidade com o disposto na Lei das S.A., inclusive no que se refere à etapa de emissão de ações preferenciais compulsoriamente resgatáveis por MergerSub e à observância ao disposto no art. 264;
- (iv)** A estrutura de negociação e aprovação societária da Operação atendeu rigorosamente às recomendações do Parecer 35, tanto que se refere à constituição de comitê especial independente para negociar a relação de substituição de ações, quanto no que diz respeito à aprovação societária pela maioria dos acionistas não controladores. Tais procedimentos, vale notar, são sugeridos de forma alternativa pelo próprio Parecer 35, o que reforça o rigor da estrutura adotada na Operação;
- (v)** A estrutura de aprovação societária da Operação está em conformidade com o disposto no art. 46 do regulamento do Novo Mercado, na medida em que a sua aprovação dependerá do voto favorável da maioria dos acionistas titulares de ações em circulação da Companhia reunidos em assembleia geral; e
- (vi)** O valor de reembolso das ações da Companhia a ser pago aos acionistas dissidentes que exercerem o direito de retirada no âmbito da Operação foi calculado em conformidade com as disposições legais, regulamentares e estatutárias aplicáveis;

É a nossa opinião, s.m.j.



Marcelo F. Trindade  
Advogado

Professor no Departamento de Direito da PUC-Rio.