

Valuation na privatização de estatais: o que as cláusulas de preço fixo, ajuste de preço e earn-out das operações de M&A têm a ensinar?

Valuation in the Privatization of State-Owned Enterprises: Lessons from Locked Box, Completion Accounts, and Earn-Out Clauses in M&A Transactions.

Isadora Formenton Vargas

Professora de Direito na Faculdade João Paulo II – Porto Alegre-RS (Brasil). Mestre em Direito – Universidade Federal do Rio Grande do Sul - UFRGS. Mestra em Argumentação Jurídica – Università degli Studi di Palermo (Itália) e Universidad de Alicante (Espanha). Pós-graduada em Gestão, Governança e Setor Público – PUC-RS. Advogada no RMMG Advogados.

isadora.formenton@gmail.com

ORCID: [<https://orcid.org/0000-0003-2680-4958>]

Resumo: Objetiva-se contribuir para o aperfeiçoamento das contratações públicas que envolvam definição de valor mínimo (valuation), a exemplo da compra e venda de participações societárias pelo Estado, geralmente de empresas na área de infraestrutura. O objetivo específico é investigar a compatibilidade de cláusulas especiais de operações de M&A, voltadas à alocação de riscos e incertezas quanto ao preço, em contratações da Administração Pública Empresarial, como instrumento de promoção da segurança jurídica e sustentabilidade negocial, diante do contexto ESG. A justificativa da pesquisa reside na premissa documentada de que a definição do preço de uma empresa-alvo consiste em desacordo comum com alto risco de litigiosidade e de frustração das operações. Com a participação do Estado, a complexidade da operação não diminui, e sim agrava-se, com riscos específicos. Ressalvadas variáveis, não se verifica uma incompatibilidade abstrata das cláusulas de M&A por empresas públicas, cabendo a averiguação, nas modelagens, quanto à sua utilização, razão pela qual se propõe critérios à aplicação a partir dos demais resultados, cabendo realizar distinções em relação a procedimentos. Da revisão sistemática da literatura, identifica-se a premissa qualitativa referente ao regime jurídico híbrido da Administração Pública. Adotou-se o método hipotético-dedutivo, para uma pesquisa de natureza aplicada e com objetivo exploratório.

Palavras-chave: administração pública empresarial; compra e venda de participações societárias; valuation; mergers and acquisitions; cláusulas de preço.

Abstract: The aim is to contribute to refining public procurement processes involving the determination of a minimum value (valuation), such as the State's buying and selling of corporate stakes, typically in infrastructure-related companies. The specific objective is to investigate the compatibility of special clauses in M&A transactions focused on allocating risks and uncertainties regarding pricing in contracts with State-Owned Enterprises. This is seen as a tool to enhance legal certainty and business sustainability, especially in the context of ESG considerations. The research's rationale is grounded in the documented premise that determining the price of a target company commonly leads to disagreements, posing a high risk of litigation and operational frustration. Involvement of the State doesn't simplify but complicates the operation, introducing specific risks. Except for variables, there isn't an inherent incompatibility of M&A clauses for public entities. The examination in the modeling stage is required to understand their utility. Hence, criteria for application are proposed based on other results, with distinctions related to procedures. The systematic literature review identifies a

qualitative premise regarding the hybrid legal regime of the Public Administration. The research adopts a hypothetical-deductive method, fitting its applied and exploratory nature.

Keywords: business public administration; buying and selling corporate stakes; valuation; mergers and acquisitions; price clauses.

Sumário: 1. Introdução; 2. Valuation nas operações de Mergers & Acquisitions (M&A): o habitat dos riscos e das incertezas e as cláusulas especiais de preço; 3. Valuation na privatização de Estatais: possibilidade das cláusulas especiais diante dos riscos e incertezas; 4. Conclusão; 5. Referências.

1. Introdução

História, tradição¹ e racionalidades diversas colorem a dogmática jurídica e cada ramo do direito em cada sistema onde esteja inserido. O intérprete, tendo em vista que “as respostas que os juristas deram, no passado, a desafios semelhantes (...) talvez contribuam para que se encontrem soluções adequadas aos problemas do futuro”², realiza a atividade de compreensão dessas influências, nunca em movimento reprodutivo, e sim produtivo³, isto é, carrega a sua experiência na construção da compreensão do fenômeno jurídico⁴, especialmente diante da sua crescente complexidade, interdisciplinaridade e multidisciplinaridade.

Nesse sentido, ao indicar que o novo quadro de tarefas estatais motiva a contínua criação de novos ramos jurídicos, Humberto Ávila indica que isso não só aumenta a complexidade do Direito, “mas ainda cria o fenômeno da superespecialização: os profissionais sabem, primeiro, cada vez mais de cada vez menos e, depois, cada vez menos de cada vez menos”⁵.

Apresentados esses aspectos prévios, o fenômeno jurídico a ser investigado diz respeito ao preço nos contratos de compra e venda de participações societárias da Administração Pública Empresarial⁶, justamente levando-se em conta as distintas tarefas estatais assumidas ao longo do tempo, dentre elas a exploração direta da atividade econômica em regime concorrencial, conforme prevê o art. 173 da Constituição Federal. Compreender o

¹ “Na verdade, trata-se de reconhecer a distância de tempo como uma possibilidade positiva e produtiva do compreender. Não é um abismo devorador, mas está preenchido pela continuidade da herança histórica e da tradição, a cuja luz nos é mostrado todo o transmitido”. In: GADAMER, Hans-Georg. *Verdade e método*. Rio de Janeiro: Editora Vozes, 1999, p. 445.

² COUTO E SILVA, Almiro. Os indivíduos e o Estado na realização de tarefas públicas. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, jul/set 1997, p. 70.

³ GADAMER, Hans-Georg. *Verdade e método*. Rio de Janeiro: Editora Vozes, 1999, p. 444.

⁴ CACHAPUZ, Maria Cláudia. *Intimidade e vida privada no novo Código Civil Brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2006, p. 185.

⁵ ÁVILA, Humberto. *Segurança Jurídica no Direito Tributário*. USP: São Paulo, 2009, p. 44.

⁶ Filia-se à definição de Rafael Wallbach Schwind. Trata-se do estudo da Administração Pública enquanto empresas estatais, sejam empresas públicas, economia mista e suas subsidiárias e controladas. In: SCHWIND, Rafael W. *O Estado acionista: empresas estatais e empresas privadas com participação estatal*. São Paulo: Almedina, 2017, p. 31.

preço como um problema relevante a ser estudado inicia pela premissa de que tal consiste no elemento central de um contrato de compra e venda, “sem preço, não há compra e venda”⁷, que, por sua vez, é um instituto de direito privado.

Com mais um passo, história e tradição, especialmente da common law, demonstram que o cenário de riscos, incertezas, conflitos e subjetividades em relação à definição do preço, em inglês, valuation, nas relações contratuais, privadas e empresariais - especificamente nas operações de Mergers & Acquisitions (M&A), fusões e aquisições -, é algo previsível, e isso é fundamentalmente importante para entender o contexto do qual deriva a elaboração de cláusulas especiais referentes ao preço, com vistas à proteção da confiança. Assim, serão examinadas as cláusulas de preço fixo (locked box mechanism), ajuste de preço (completion accounts mechanism) e contingenciamento de preço (earn-out) que também derivam da common law, demandando um prévio exame de compatibilidade com a teoria geral dos contratos no âmbito nacional⁸.

Envolvendo Estatais, as causas à complexidade das operações não são somente aquelas comuns e previsíveis nas operações tradicionais de M&A em relação ao preço, mas também outras, razão pela qual, na segunda parte, além de indicá-las, serão devidamente conceituadas e diferenciadas as operações. Sabe-se que “o instituto jurídico que permite ao Estado realizar os fins a que se propõe é o contrato e, fundamentalmente, o contrato de direito privado”⁹. No entanto, há relevante margem para aperfeiçoá-lo, especialmente quanto à cláusula de preço, a fim de promover maior segurança jurídica, proteção da confiança e efetiva proteção do interesse público, que não é apenas um, mas a “soma de vários interesses”¹⁰.

Diante disso, a relevância do exame proposto neste estudo, no sentido de verificar a compatibilidade de cláusulas especiais de preço originadas de operações de M&A em operações realizadas pela Administração Pública Empresarial, além da complexidade do próprio valuation e, conseqüentemente, da determinação do preço, deriva da “diversidade e complexidade crescentes do direito administrativo”¹¹.

⁷ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. XXXIX. Rio de Janeiro: Editor Borsó, 2ª ed, 1962, p. 31.

⁸ As cláusulas de alterações ou efeitos significativos depreciativos, material adverse change (MAC) e material effect clause (MEC) possuem variedade e complexidade que se contrapõem à extensão limitada deste trabalho. Sobre elas: PIRES, Catarina Monteiro. Cláusulas de preço fixo, de ajustamento de preço e de alteração material adversa (MAC) e cláusulas de força maior: revisitando problemas de riscos de desequilíbrio em tempos virulentos. *Revista da ordem dos advogados*. V. 1/2, Lisboa, jan/jun, p. 73-93, 2020.

⁹ COUTO E SILVA, Almiro. Os indivíduos e o Estado na realização de tarefas públicas. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, 209, jul/set 1997, p. 64.

¹⁰ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Parcerias na administração pública*. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 10.

¹¹ SCHWIND, Rafael W. *O Estado acionista: empresas estatais e empresas privadas com participação estatal*. São Paulo: Almedina, 2017, p. 62.

Como fio condutor teórico, indispensável o estudo do direito privado administrativo, no sentido do direito privado parcialmente derogado pelo direito público¹², até porque “sempre que haja manifestação estatal haverá em alguma medida aplicação de regras, princípios ou institutos do direito administrativo”¹³. Consciente do regime jurídico híbrido do fenômeno a ser examinado, destaca-se que não se defende uma fuga abusiva ao direito privado.

Com base nessas premissas, a hipótese subjacente ao exame principal da compatibilidade das cláusulas especiais de preço dos contratos de M&A nas operações realizadas pela Administração Pública Empresarial, é a de que o direito privado, especificamente societário e contratual, podem, a partir das ferramentas desenvolvidas para lidar com a previsibilidade de riscos inerentes a determinadas operações, auxiliar na promoção das finalidades públicas, da efetiva proteção ao erário e aos interesses públicos.

2. Valuation nas operações de Mergers & Acquisitions (M&A): o habitat dos riscos e das incertezas e as cláusulas especiais de preço

Nas operações de Mergers & Acquisitions (M&A) é central o debate a respeito de como lidar com a assimetria informacional¹⁴ e com as distintas expectativas, perspectivas e, inclusive, formas de avaliar o negócio, comparando-se vendedor e comprador¹⁵. De um lado, um vendedor muito otimista; de outro, um comprador pessimista.

Trata-se de um cenário marcado pela incerteza e pela influência de fatores internos e externos¹⁶ à própria transação, mostrando-se habituais, diante do contexto apresentado, dificuldades em relação à alocação equilibrada de riscos e à avaliação não só do preço mínimo da empresa-alvo, como também da rentabilidade futura do negócio¹⁷.

¹² DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. Introdução: do Direito Privado na Administração Pública. p. 07. In: DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella (org). *Direito Privado Administrativo*. São Paulo: Atlas, 2013.

¹³ MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. Apresentação. In: SCHWIND, Rafael W. *O Estado acionista: empresas estatais e empresas privadas com participação estatal*. São Paulo: Almedina, 2017, p. 13.

¹⁴ Examinando as operações de M&A, são indicados dois problemas centrais da assimetria informacional: seleção adversa (adverse selection) e risco moral (moral hazard), sendo aquele mais observado na fase pré-contratual, enquanto esse último, após o fechamento do negócio. In: GENCHEVA, Dobrina; DAVIDAVIČIENĖ, Vida. Reduction of the Information Asymmetry in Mergers & Acquisitions Through the Means of Payment. *Journal of System and Management Sciences*. Vol. 6. Nº 02, pp. 16-32, 2016.

¹⁵ FREUND, James C. Anatomy of a Merger. In: New York: *Law Journal Seminars-Press*, 1975.

¹⁶ Os riscos não são somente aqueles próprios da avaliação do negócio-alvo, mas também aqueles atrelados ao país sede da operação, gerando desconfiança nos investidores internacionais: instabilidade econômica, problemas de infraestrutura, corrupção e legislação pobre ou ineficiente em transparência e governança. In: ALVES, Daniel Rodrigues. *Determinabilidade, negociação e elaboração de cláusulas das cláusulas de preço contingente (earn-out) nas operações de compra e venda de participação societária ou de estabelecimento e análise de conflitos à luz do princípio da boa-fé objetiva*. Lie Uema do Carmo (orient.). Escola de Direito FGV, 2016, p. 13.

¹⁷ PIVA, Luciano Zordan. *O Earn-Out na compra e venda de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 96.

Quanto à avaliação e precificação de ativos, processo conhecido pelo termo em inglês valuation, “é, por definição, a técnica de ‘reduzir a subjetividade’ de algo que é subjetivo por natureza”¹⁸. Nesse sentido, “não é nem a ciência que alguns de seus defensores afirmam ser, nem a busca objetiva pelo verdadeiro valor que os idealistas gostariam que se tornasse”¹⁹. Aswath Damodaran apresentou seis mitos comuns sobre valuation; o terceiro, seria aquele de que um bom valuation forneceria estimativa precisa de valor. Damodaran pontua que “mesmo no final do valuation mais cuidadoso e detalhista, haverá incerteza sobre os números finais, influenciados pelas suposições que fazemos sobre o futuro da empresa e da economia”²⁰, destacando que é irrealista esperar ou exigir certeza absoluta na avaliação. Adiciona-se a toda essa complexidade o agravamento de riscos em razão do transcurso do tempo²¹ devido a questões práticas e jurídicas²².

A operação de M&A, além do processo de avaliação da empresa-alvo²³, envolve diversos procedimentos²⁴. Além disso, cada fase do contrato, incluindo a pré-contratual, é marcada por feixes obrigacionais dinâmicos, que podem, inclusive, ser dotados de condições de eficácia diferida no tempo, a depender da ocorrência de eventos posteriores ao fechamento (closing), que é, por sua vez, posterior à assinatura do contrato (signing). Essa estrutura contratual é originária da common law²⁵, daí porque há um incremento no tema, referente ao transplante de instrumentos jurídicos que carregam consigo culturas e fundamentos distintos, isto é, “diferentes estruturas de pensamento”²⁶, que logo mais serão retomadas ao chegar-se no direito administrativo (embora já se esteja falando sobre ele).

¹⁸ PÓVOA, Alexandre. *Valuation: como precificar ações*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012, p. 24.

¹⁹ DAMODARAN, Aswath. *Investment valuation*. 3 ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2002, p. 22.

²⁰ DAMODARAN, Aswath. *Investment valuation*. 3 ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2002, p. 24.

²¹ Eduardo Luzio relata que o processo mais rápido que já acompanhou de M&A durou 04 meses, enquanto o mais longo, 14 anos. In: LUZIO, Eduardo. *Fusões e aquisições em ato. Guia prático*. São Paulo: Cengage Learning, 2014, p. xxvi.

²² Geralmente o *delay* entre assinatura e fechamento deriva de questões legais. In: AAVA, Ott. *Risk Allocation Mechanisms in Merger and Acquisition Agreements*. *Helsinki Law Review*, pp. 31-59, 2010/2. No Brasil, por exemplo, é necessário o controle prévio do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), de acordo com a Lei nº 12.529/2011.

²³ Não só o processo de avaliação do preço (valuation), mas também de Due Diligence - sendo relevante o acesso a Data Rooms. Nesse sentido: KUMMER, Christopher; SLISKOVIC, Vlado. *Do Virtual Data Rooms add value to the Mergers and Acquisition Process?* Vienna: MANDA Institute, 2007.

²⁴ Fase Estratégica; de Avaliação; de Financiamento; de Estruturação; de Diligência Legal; de Negociação; de Encerramento e de Integração, essa última é o gerenciamento da operação pós-fusão, para ver como ficam em pé sozinhos. In: LAJOUX, Alexandra Reed. *The Art of M&A*, 5 ed. New York: McGraw, 2019, p. 05.

²⁵ MARTINS COSTA, Fernanda Mynarski. *Execução diferida do contrato em operações de fusões e aquisições (F&A) de sociedades anônimas: análise de aspectos contratuais e societários*. Tese de Doutorado. Erasmo Novaes França (orient.). São Paulo: USP, 2021, p. 28.

²⁶ GIACOMUZZI, José Guilherme. *Estado e contrato: supremacia do interesse público “versus” igualdade - um estudo comparado sobre a exorbitância no contrato administrativo*. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 95.

Apresentado o cenário, que revela alta complexidade, riscos e incertezas inerentes à operação de compra e venda de participações societárias, atravessam as dúvidas: o que pode ser feito para acomodar a dinamicidade do mercado em um contrato? Como promover segurança jurídica diante da assimetria informacional e das distintas expectativas quanto ao preço? Esse é o papel pretendido pelas cláusulas especiais de preço, desenvolvidas a partir das sofisticadas operações no âmbito das fusões e aquisições.

Assim, justamente do contexto apresentado quanto às operações de M&A deriva a “busca de instrumentos negociais que aproximem as expectativas do vendedor e do comprador”²⁷ e promovam a melhor alocação dos riscos, especialmente no período intercalar entre a assinatura e o fechamento, com a efetiva transferência das ações. Nesse sentido, é relevante destacar que as cláusulas expressam as condições de manutenção das bases negociais²⁸.

Este tipo de contrato comercial “não pode ser totalmente programado, imobilizado, como se fatores externos, conjunturais e até certo ponto improváveis não atuassem sobre ele”²⁹: é a mobilidade ou dinamismo estrutural do mercado que impacta tais contratos. Nesse sentido, “a teoria econômica postula que os contratos no mundo real são necessariamente incompletos: a combinação de custos de transação com racionalidade limitada impede as partes de especificarem contingências ótimas para cada estado de coisas possível”³⁰.

Ao mesmo tempo, a empresa não é “privada” daquilo que é público, comum e compartilhado³¹. No âmbito nacional, indispensável referir a sua função social e seus diversos princípios, conforme art. 170 da Constituição Federal, o que se coaduna, também, com o tripé Environment, Social, and Governance (ESG). Da mesma forma o contrato, considerando as diretrizes metodológicas do Código Civil e os comandos de eticidade, socialidade e operabilidade³².

²⁷ PIVA, Luciano Zordan. *O Earn-Out na compra e venda de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 28.

²⁸ MARTINS COSTA, Fernanda Mynarski. *Execução diferida do contrato em operações de fusões e aquisições (F&A) de sociedades anônimas: análise de aspectos contratuais e societários*. Tese de Doutorado. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França (orient.). São Paulo: USP, 2021, p. 90.

²⁹ MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-Fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação*. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 286.

³⁰ PARGENDLER, Mariana. O direito contratual comparado em nova perspectiva: revisitando as diferenças entre os sistemas romano-germânicos e de common law. *Revista Direito GV*, São Paulo, v. 13, n. 3, set-dez, 2017, p. 802.

³¹ Ludwig Raiser, para definir o Direito Privado, define um quarto campo de função de negócios relativos a grandes corporações, onde se desenvolve a vida econômica e de trabalho, campo de “função peculiar com alto conteúdo público”. In: RAISER, Ludwig. *O futuro do direito privado*. Tradução autorizada pelo autor de “Die Zukunft des Privatrechts”. Tradução por Lucinda Maria Ragugnetti. Revisão por Antônio Estêvão Allgayer e Henrique K von. Wackerriitt. *RPGE*, Porto Alegre, vol. 9(25), pp. 11-30, 1979.

³² REALE, Miguel. Visão geral do projeto de Código Civil. *Revista da Academia Brasileira de Letras Jurídicas*, Rio de Janeiro, v. 13, n. 13/14, p. 139–150, jan./dez., 1998.

Tratando-se da importação, da common law, de ferramentas relacionadas a negócios jurídicos empresariais, exige-se no processo interpretativo, a aplicação de cânones hermenêuticos gerais e centrais previstos no Código Civil brasileiro, os quais, segundo Judith Martins-Costa, residem especialmente nos artigos 112 e 113 do Código Civil, pela explicitação teórica da concepção de negócio jurídico adotada (Teoria da Confiança)³³, daí se insere o relevo conferido à boa-fé nos trabalhos que já examinaram a compatibilidade das cláusulas com o ordenamento jurídico³⁴.

Feita essa prévia contextualização em relação aos cânones da interpretação e à abordagem que inevitavelmente compara sistemas jurídicos de tradições distintas, serão examinadas as cláusulas de preço fixo (locked box mechanism), ajuste de preço (completion accounts mechanism) e contingenciamento de preço (earn-out). A seleção das cláusulas deriva da recorrência de indicação na doutrina, mas não esgotam os modos de determinação do preço que podem ser convencionados nos contratos, inclusive, a partir da combinação entre cláusulas.

Muito utilizada em transações, a cláusula de preço fixo (locked box mechanism) significa fixar o preço da compra em um ponto acordado no passado³⁵, o que indica a relevância do histórico da empresa-alvo³⁶. Dessa forma, “o cálculo do preço é realizado tendo por base elementos financeiros com data anterior à efetiva transmissão das participações sociais”³⁷, o que resulta em um modelo menos complexo, promovendo significativa economia de tempo e de custos³⁸. Além disso, em um cenário de leilão, o mecanismo de locked box tem potencial de criar um ambiente de incentivos e vantagem competitiva³⁹.

Catarina Monteiro Pires relata interessante caso julgado pela Corte infraconstitucional alemã - Bundesgerichtshof (BGH), em 08 de fevereiro de 1978, referente a contrato de fornecimento de longo prazo de petróleo, firmado por preço fixo no final de 1972. Logo em 1973, o preço sextuplicou, e o importador se viu privado de fornecer, tendo em vista que seu próprio fornecedor recusou o fornecimento. Ajuizada ação indenizatória pelo contratante, o

³³ MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-Fé no Direito Privado*: critérios para a sua aplicação. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 449.

³⁴ Convergem as obras já referidas de: Fernanda Martins Costa, Judith Martins-Costa (2014), Luciano Piva e Daniel Alves.

³⁵ TAYLOR, Rachel; THOMSON, Martin; WISEMAN, Martin; WOODS, Reuben. Locked box: price protection, not price adjustment. *DLA PIPER*. 03 jul. 2017.

³⁶ PwC. *To lock or not to lock*: an introduction to the Locked Box closing mechanism. September 2013, p. 06

³⁷ PIRES, Catarina Monteiro. Cláusulas de preço fixo, de ajustamento de preço e de alteração material adversa (MAC) e cláusulas de força maior: revisitando problemas de riscos de desequilíbrio em tempos virulentos. *Revista da ordem dos advogados*. V. 1/2., Lisboa, jan/jun, 2020, p. 78.

³⁸ PwC. *To lock or not to lock*: an introduction to the Locked Box closing mechanism. September 2013, p. 04.

³⁹ MENGES, Maximilian; FROHM, Markus. Five considerations of completion accounts vs. locked box mechanisms. *ERNST & YOUNG GLOBAL LIMITED*. 21 abr. 2022.

Tribunal recusou aplicar a doutrina do desaparecimento da base do negócio, “uma vez que o contraente poderia ter previsto a subida do preço, mas aludiu, também (embora não viesse a ser esse o fundamento da decisão) ao fato de o devedor ter aceitado um preço fixo”⁴⁰.

No mais, na hipótese de preço fixo, entende-se que o risco resta projetado sobre o adquirente, pois esse é quem suporta a incerteza quanto aos prejuízos ou benefícios do período intercalar⁴¹. Ao mesmo tempo, a vantagem ao adquirente é a segurança sobre o preço a ser pago ao alienante, independente de resultados futuros. Interessante observar que, como qualquer cláusula, não existe isolada em relação à interpretação do negócio jurídico, sendo possível acautelar contingências do período intercalar através de cláusulas de declarações e garantias⁴².

Já a cláusula de ajuste de preço (completion accounts mechanism) refere-se à situação em que, em razão da possibilidade de alteração do valor da empresa-alvo em razão do transcurso de tempo, do próprio exercício da atividade comercial, de condições de mercado - e inclusive em razão de circunstâncias legais (superveniência de uma lei que impacta o negócio, por exemplo), as partes optam pelo método de determinação do preço de acordo com as contas de fechamento⁴³. Importante reiterar que se trata de um ajuste de preço quando da efetiva transferência das ações, após assinatura do contrato.

Nesse caso, o ajuste de preço precisa vir acompanhado da variável financeira que justificará a modificação e à luz das contas ajustadas no período de fechamento, devendo ser coincidente com o momento da efetiva transmissão das ações⁴⁴. Geralmente, as variáveis utilizadas consistem em ajustes de ativos/dívidas líquidos; de capital de giro; e/ou ajustes de despesas de capital/receitas. Tendo em vista que o preço passa a ser mais incerto em comparação com mecanismos de locked box, as contas de conclusão são geralmente consideradas menos favoráveis ao vendedor⁴⁵, considerando a possibilidade de redução do preço, ao invés de aumento.

⁴⁰ PIRES, Catarina Monteiro. Cláusulas de preço fixo, de ajustamento de preço e de alteração material adversa (MAC) e cláusulas de força maior: revisitando problemas de riscos de desequilíbrio em tempos virulentos. *Revista da ordem dos advogados*. V. 1/2., Lisboa, jan/jun, 2020, p. 76.

⁴¹ PIRES, Catarina Monteiro. Cláusulas de preço fixo, de ajustamento de preço e de alteração material adversa (MAC) e cláusulas de força maior: revisitando problemas de riscos de desequilíbrio em tempos virulentos. *Revista da ordem dos advogados*. V. 1/2., Lisboa, jan/jun, 2020, p. 78.

⁴² TAYLOR, Rachel; THOMSON, Martin; WISEMAN, Martin; WOODS, Reuben. Locked box: price protection, not price adjustment. *DLA PIPER*. 03 jul. 2017.

⁴³ PIRES, Catarina Monteiro. Cláusulas de preço fixo, de ajustamento de preço e de alteração material adversa (MAC) e cláusulas de força maior: revisitando problemas de riscos de desequilíbrio em tempos virulentos. *Revista da ordem dos advogados*. V. 1/2., Lisboa, jan/jun, 2020, p. 80.

⁴⁴ PIRES, Catarina Monteiro. Cláusulas de preço fixo, de ajustamento de preço e de alteração material adversa (MAC) e cláusulas de força maior: revisitando problemas de riscos de desequilíbrio em tempos virulentos. *Revista da ordem dos advogados*. V. 1/2., Lisboa, jan/jun, 2020, p. 81.

⁴⁵ MEYVIS, Yolande; AERTS, Pieter-Jan; VAN WYMEERSCH, Nathan. M&A Pricing completion mechanisms. *MONDAQ*. 17 fev. 2020.

Considerações importantes ao usar contas de conclusão incluem inserir um método de comparação claro para números financeiros na assinatura e no fechamento, determinar os métodos de ajuste e chegar a um acordo sobre as declarações e garantias corretas sobre determinados parâmetros, tanto na assinatura quanto na conclusão⁴⁶. Além disso, é preciso conferir importância à consistência das informações e dos documentos, que serão posteriormente conferidos pelo comprador.

Yolande Meyvis *et. al.* indicam uma tendência recente nas operações de M&A de combinação personalizada, pelas partes, de mecanismos de preço fixo com ajuste de contas de fechamento. Referem que uma opção poderia ser a utilização de um mecanismo de ajuste de preço a uma parte do período entre assinatura e efetiva transferência das ações, com uma estrutura de preço fixo a partir de tal período⁴⁷. Dentre as hipóteses em que essa combinação personalizada pode ser útil, os autores indicam a situação de quando o ajuste do preço de compra estiver vinculado a uma data em que as demonstrações financeiras anuais são preparadas e a conclusão ocorre posteriormente⁴⁸.

Quanto à cláusula de earn-out, como definiu James Freund, consiste em uma “ponte que serve para cobrir o espaço da negociação entre um vendedor que pensa que o seu negócio vale mais do que justificam seus históricos financeiros e um comprador proveniente do Missouri”⁴⁹. É uma representação da natureza de execução diferida de um contrato de M&A, reconhecida como cláusula de complemento, determinação contingente ou variável do preço⁵⁰.

Trata-se de “uma forma de pagamento pelo qual parcela do preço de determinado bem é remetida para o futuro, estando sujeita em sua existência e determinação a certas condições previamente estabelecidas pelas partes contratantes, em regra ao cumprimento de metas empresariais e financeiras futuras e predefinidas”⁵¹, que, justamente, podem ser os critérios para a determinação do preço.

⁴⁶ MEYVIS, Yolande; AERTS, Pieter-Jan; VAN WYMEERSCH, Nathan. M&A Pricing completion mechanisms. *MONDAQ*. 17 fev. 2020.

⁴⁷ MEYVIS, Yolande; AERTS, Pieter-Jan; VAN WYMEERSCH, Nathan. M&A Pricing completion mechanisms. *MONDAQ*. 17 fev. 2020.

⁴⁸ MEYVIS, Yolande; AERTS, Pieter-Jan; VAN WYMEERSCH, Nathan. M&A Pricing completion mechanisms. *MONDAQ*. 17 fev. 2020

⁴⁹ FREUND, James C. Anatomy of a Merger. Strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions. In: New York: *Law Journal Seminars-Press*, 1975, p. 205.

⁵⁰ SÁ, Fernando de Oliveira e. A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas de earn-out. In: CÂMARA, Paulo; BASTOS, Miguel Brito (org.). *Aquisição de empresas*. Coimbra: Coimbra Editora, 2011, pp. 401-415.

⁵¹ MARTINS-COSTA, Judith. MARTINS-COSTA, Judith. Contrato de cessão e transferência de quotas. Acordo de Sócios. Pactuação de parcela variável do preço contratual denominada earn out. Características e Função (“Causa Objetiva”) do earn out. Parecer. *Revista de Arbitragem e Mediação*, vol. 42, pp. 153-188. São Paulo: RT, 2014.

Diferentemente das outras cláusulas referidas, o earn-out, o complemento do preço, ocorre após a efetiva transferência das ações. Para atender ao requisito de “objetiva determinação” do art. 487 do Código Civil, importa que haja reconhecimento do mercado a respeito dos índices e parâmetros escolhidos pelas partes⁵² em relação ao que será a causa e critérios para o complemento do preço. Nesse sentido, tratando-se de metas “futuras e predeterminadas”, é possível considerar que consistem em condições suspensivas⁵³, incidentes no plano da eficácia do negócio jurídico, o que indica a aplicação dos artigos 121 e seguintes do Código Civil.

Geralmente utilizada em pequenas e médias aquisições, ou empresas jovens, de alta tecnologia, a exemplo de start-ups, consideradas mais sensíveis aos riscos da avaliação de empresas (valuation), porque “geralmente ainda não têm um histórico financeiro tão estável”⁵⁴. Além disso, também é bastante utilizada em operações onde seja comum a existência de condição de aprovação de agências regulatórias, o que consistiria em uma meta não financeira, conforme Luciano Piva.

Há, genericamente, duas modalidades de earn-out: positiva ou negativa, “que leva em conta se as metas consistem ou numa alteração positiva (feição positiva) ou numa manutenção de determinado estado de coisas (feição negativa)”⁵⁵. Piva indica que as metas mais comuns ajustadas em relação ao earn-out observam três categorias: (i) limites financeiros, por exemplo, nível de vendas da empresa-alvo, margem bruta ou múltiplos EBITDA; (ii) marcos empresariais ou gerenciais, como a manutenção de certos empregados na empresa-alvo, aprovação em relação a certas questões por agências governamentais, obtenção de licenças, e (iii) performance de desempenho mercado, a exemplo de taxa de retorno referente ao preço das ações da empresa-alvo⁵⁶.

Quanto ao EBITDA (LAJIDA), embora comum, Paulo Cezar Aragão destaca que “o conceito mágico do EBITDA simplesmente não existe, não há em nenhum lugar da contabilidade, da contabilidade formal, uma definição do que seja EBITDA”⁵⁷. Aragão pontua que as discussões práticas em razão disso são infundáveis⁵⁸.

⁵² PIVA, Luciano Zordan. *O Earn-Out na compra e venda de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 82.

⁵³ PIVA, Luciano Zordan. *O Earn-Out na compra e venda de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 82.

⁵⁴ PIVA, Luciano Zordan. *O Earn-Out na compra e venda de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 97.

⁵⁵ PIVA, Luciano Zordan. *O Earn-Out na compra e venda de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 86.

⁵⁶ PIVA, Luciano Zordan. *O Earn-Out na compra e venda de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 99.

⁵⁷ Exposição oral. Paulo Cezar Aragão. Cláusula de Earn-out. In: MACA 2022. USP. Disponível em: https://www.youtube.com/watch?v=g7SS9Bh_408&t=2558s. Acesso em: 18 ago. 2023.

⁵⁸ Embora o earn-out vise à manutenção da relação de equivalência entre as partes, a cláusula pode potencializar litígios, considerando conflitos de interesse em relação ao atingimento ou não das metas, o que exigirá compliance, e acréscimo de obrigações e deveres. Por isso, o interesse da doutrina, conf. obras referidas, pelo estudo sob a ótica da boa-fé.

Quanto às metas não financeiras, além da sujeição a condições legais, muitas vezes regulatórias, o que pode se compatibilizar de forma interessante com operações públicas, vale indicar a tendência referente à inclusão de metas ESG (Environment, Social, Governance). Indicadores de riscos ambientais, sociais e de governança não só podem se inserir em um contexto de contingenciamento de preço⁵⁹, mas também na própria modelagem do valuation, considerando passivos e riscos em relação a essas questões, sendo relevante o ESG na etapa de Due Diligence⁶⁰.

No contexto nacional, o reflexo do ESG sobre a avaliação de empresas consiste em uma questão de conformidade com a própria CF. Se observado o contexto de valuation de estatais, não é preciso maior esforço para concluir pela relevância e necessidade de observância a esses parâmetros.

3. Valuation na privatização de Estatais: possibilidade das cláusulas especiais diante dos riscos e incertezas

A alienação de participações societárias pela Administração Pública Empresarial não confere à precificação dos ativos (valuation) maior certeza e menores riscos. Encontram-se também presentes os debates clássicos sobre a assimetria informacional⁶¹. Como visto, a subjetividade, dinamicidade e complexidade - com diversas fases e potencial de relevante transcurso de tempo com alterações substanciais - são características próprias dos processos de valuation.

Dessa forma, independentemente do acompanhamento e fiscalização por um número maior de sujeitos (avaliações externas, internas, acompanhamento pelos Tribunais de Contas, Legislativo - aprovação, quando for o caso, de uma lei autorizativa -, sociedade), os procedimentos são complexos e chocam-se com os lugares-comuns da ânsia por estabilidade, imutabilidade e certeza quando se pensa na presença do Estado, mesmo no figurino empresarial.

Em razão disso, indispensável para o avanço do tema lembrar o que foi dito na primeira frase do trabalho: história, tradição e racionalidades diversas. No que se refere a essas heranças em relação às bases do direito administrativo brasileiro, há muito a ser dito, e isso surte distintos efeitos sobre o tema da Administração Pública Empresarial e das privatizações.

⁵⁹ MCNAMARA, Georgia. ESG in M&A Transactions. *MCINNES WILSON*. 27 abr. 2023.

⁶⁰ ELLROTT, Jochen. How does ESG impact M&A? *Freshfields Bruckhaus Deringer*. 15 jun. 2022.

⁶¹ Ver nota de rodapé n. 14.

Para os juristas franceses e brasileiros, a “dicotomia direito público versus direito privado” - que engloba um debate político e moral⁶² - significa compreender o direito público “a partir e por meio da dicotomia”⁶³, no sentido de uma força estruturante do Estado em relação ao indivíduo, o que levou por muito tempo à ideia de que haveria uma supremacia do interesse público sobre o privado⁶⁴. Já para anglo-americanos, “nas raras ocasiões em que consideram a dicotomia, usualmente invertem os polos e sustentam a prevalência do direito privado”⁶⁵. Percebe-se que permanece atual o questionamento do autor sobre o que há por trás da inversão da dicotomia ou para qual propósito um dado sistema a sustenta ou dispensa? E mais: onde realmente o direito administrativo brasileiro se encontra?

Como refere Maria Sylvia Zanella Di Pietro em relação ao tema da privatização, onde se localiza a transferência de ativos ou de ações de empresas estatais ao setor privado, mostra-se complexa a busca por inspiração e soluções em sistemas distintos, especialmente de common law, considerando a origem continental do direito administrativo brasileiro, o que impõe atenção extrema ao fato de que a cópia de um modelo pode muitas vezes representar uma afronta direta e flagrante à Constituição⁶⁶.

Fato é que, como destaca Carlos Ari Sunfeld, em relação às privatizações, “não só a instituição como a posterior manutenção desses mercados competitivos são tarefas de extrema complexidade e delicadeza”⁶⁷, daí porque o relevante desafio de “conceber uma estrutura de mercado economicamente viável, fazer licitações limpas e realistas para escolha das novas empresas, inseri-las no sistema sem traumas para a qualidade do serviço, impedir que concorrentes se aliem ilicitamente”⁶⁸, revelando-se inevitável o incremento da complexidade à privatização, a par também de um Programa Nacional de Desestatização, conforme Lei n. 9.491/1997.

⁶² GIACOMUZZI, José Guilherme. *Estado e contrato: supremacia do interesse público “versus” igualdade* - um estudo comparado sobre a exorbitância no contrato administrativo. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 117.

⁶³ GIACOMUZZI, José Guilherme. *Estado e contrato: supremacia do interesse público “versus” igualdade* - um estudo comparado sobre a exorbitância no contrato administrativo. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 113.

⁶⁴ Quanto ao tema, indispensável a menção ao artigo “repensando o princípio da supremacia do interesse público sobre o particular” de Humberto Ávila, publicado em 1998. No direito administrativo, José Guilherme Giacomuzzi destaca que, até 2004, Marçal Justen Filho fundava a exorbitância dos contratos administrativos na supremacia do interesse público. Em 2005, a supremacia passou a ser relativizada. E na edição de 2008, a tese da supremacia do interesse público é rejeitada, em nome do único valor supremo, qual seja, a dignidade humana. In: GIACOMUZZI, José Guilherme. *Estado e contrato: supremacia do interesse público “versus” igualdade* - um estudo comparado sobre a exorbitância no contrato administrativo. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 27.

⁶⁵ GIACOMUZZI, José Guilherme. *Estado e contrato: supremacia do interesse público “versus” igualdade* - um estudo comparado sobre a exorbitância no contrato administrativo. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 117.

⁶⁶ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Parcerias na administração pública*. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 36.

⁶⁷ SUNDFELD, Carlos Ari. Serviços Públicos e regulação estatal, pp. 35-36. In: *Direito Administrativo Econômico*. São Paulo: Malheiros, 2000.

⁶⁸ SUNDFELD, Carlos Ari. Serviços Públicos e regulação estatal, p. 36. In: *Direito Administrativo Econômico*. São Paulo: Malheiros, 2000.

Consciente do necessário cuidado e da inevitável complexidade, a proposta do estudo é indicar a conformidade constitucional e, portanto, a possibilidade jurídica – ao menos preliminar, sempre sujeita à superação –, de cláusulas de determinação de preço em operações societárias pela Administração Pública Empresarial. Embora se originem de práticas da common law, não desafiam a unidade do direito pátrio, uma vez que tais cláusulas se compatibilizam com o direito privado e contratual brasileiro - corroborado pelas doutrinas nacionais referidas neste estudo. De toda sorte, a ideia é a de que “a convergência do público e do privado realça a universalização do direito, a sua indivisibilidade em partes estanques, a comunicabilidade de normas, princípios e institutos”⁶⁹.

Assim, o teste que precisa ser feito, considerando as particularidades das operações com a participação do Estado, deve levar em conta as características e exigências legais para esses procedimentos, o que permitirá identificar alguns pré-conceitos que circundam o tema e também fases do procedimento que merecem atenção a fim de conferir maior segurança jurídica em relação ao preço mínimo e ao procedimento.

Em relação à venda de ações, considerando a interpretação constitucional pelo Supremo Tribunal Federal⁷⁰ em relação ao art. 29, XVIII, da Lei das Estatais, sobre a dispensa de licitação, semelhante ao art. 76, II, alínea “c”, da Nova Lei de Licitações, restou definido, à luz do paralelismo das formas – mas com relevantes divergências - que a venda do controle das subsidiárias e controladas de empresas públicas e sociedades de economia mista não exige autorização legislativa específica, porque ao criá-la mediante lei estaria implícita a autorização para venda. Nesse caso, também não se exige procedimento licitatório, desde que sejam observados os princípios da Administração Pública, nos termos do caput do art. 37, da Constituição Federal, especialmente promovendo competição. Diferentemente, em relação à alienação do controle acionário, existe a necessidade de autorização legislativa específica e processo licitatório⁷¹.

Quanto ao procedimento licitatório para alienação do controle acionário, vale referir que também consiste em ponto relevante a avaliação quanto à modalidade que será adotada. No caso, a Lei n. 9.491/97, no art. 4º, I, prevê que, nas desestatizações que envolvam a alienação do controle acionário, será preferencialmente utilizada a pulverização de ações, referente à oferta

⁶⁹ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. Introdução: do Direito Privado na Administração Pública. p. 08. In: DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella (org). *Direito Privado Administrativo*. São Paulo: Atlas, 2013.

⁷⁰ BRASIL, Supremo Tribunal Federal, ADI 5.624-DF, Rel Min. Ricardo Lewandowski, Pleno, j. 06/06/2019; BRASIL, Supremo Tribunal Federal, RCL 42.576 MC-DF, Rel. Min. Edson Fachin, Pleno, j. 01/10/2020.

⁷¹ HEINEN, Juliano. *Comentários à Lei de Licitações e Contratos Administrativos*. Salvador: JusPodvium, 2021, p. 450.

pública. Da mesma forma o art. 254-A, da Lei das Sociedades Anônimas. A Lei n. 9.491/97 também prevê, no art. 4º, § 3º, que a alienação de controle acionário também poderá ser realizada na modalidade de leilão. Dessa forma, é bastante relevante destacar que a legislação trata sobre possibilidades de modalidades, não havendo obrigatoriedade de adoção, justamente em razão da flexibilidade necessária a esses procedimentos. Relevante pontuar que os contratos de compra e venda de participações societárias não se confundem com os contratos firmados pelas estatais regidos pelo direito privado, como indica o art. 68 da Lei das Estatais.

Seja qual for a modalidade, em comum com M&A, há também a fixação de um preço mínimo, evidentemente semelhante ao procedimento de valuation. Na literatura, por exemplo, especificamente em relação ao Leilão, é evidenciada a semelhança entre um processo de aquisição e um procedimento de Leilão, considerando, em ambos, um ambiente de informações assimétricas⁷².

Além disso, identifica-se, já como um dos resultados da pesquisa, que a comparação entre as fases do valuation em um processo de M&A em relação ao valuation em um procedimento licitatório de controle acionário por estatais, permitirá identificar os momentos do procedimento que merecem maior atenção, dada a possibilidade de impacto sobre a avaliação feita, inserindo-se, na sequência, o exame das cláusulas de preço examinadas.

Centrando-se no procedimento de Leilão competitivo de controle acionário, identifica-se que uma das mais relevantes diferenças com o valuation em uma operação de M&A consiste no fato de que para os procedimentos de valuation de ativos públicos os princípios da impessoalidade, da transparência, da publicidade e da moralidade impedem - corretamente - uma aproximação com apenas um possível comprador específico. Esta fase de negociação e de Due Diligence⁷³ pelo possível comprador, tratando-se de uma operação de M&A, sendo, portanto, um contrato bilateral, onde há, como regra, assimetria informacional e distintas expectativas em relação ao preço, é extremamente relevante para o sucesso da transação e para a determinação dos melhores ajustes contratuais.

Essa ausência justificada no caso do valuation em operações de estatais, contudo, também incrementa riscos, desconfiças e pode prejudicar a competitividade. Ocorre que o procedimento de Leilão de ações, consistindo em ponto central a avaliação do preço mínimo do ativo, a exemplo de qualquer valuation, prevê uma fase de aproximação com os possíveis compradores e abre à Due Diligence, isto é, à avaliação do negócio pelos próprios interessados,

⁷² FISHMAN, Michael J. A theory of preemptive takeover bidding. *The RAND Journal of Economics*. vol. 19, N. 1. Spring, 1988, pp. 88-101.

⁷³ Recorrentemente refere-se às análises contábil, financeira, tributária, trabalhista e legal.

até porque seria impossível comprar algo - de tamanha relevância, afetado a finalidades públicas - sem realizar perguntas, sem examinar os dados, sem ir até o local e olhar com os próprios olhos. Da mesma forma, os interessados avaliam a sua capacidade técnica, econômica e operacional para assumir o empreendimento.

Nesta etapa, a exemplo também das operações de M&A, é comum o acesso a um Data Room⁷⁴, bem como visitas técnicas e período para esclarecimento de dúvidas e realização de questionamentos. Aqui, há um relevante momento de combate à assimetria informacional, qualificando os possíveis licitantes para o Leilão. Dessa forma, a Due Diligence aplicada ao Leilão tem uma forma duplicada: além das avaliações independentes e internas, muitas vezes com o auxílio e participação do BNDES, bem como o acompanhamento e fiscalização pelas Cortes de Contas no âmbito de suas competências, concomitante à fase que seria de estruturação, identifica-se a fase própria de Due Diligence, com os possíveis compradores.

Em relação à atuação dos Tribunais de Contas, há previsão de sistemática de acompanhamento e fiscalização de processos de desestatização. A exemplo da Instrução Normativa do TCU n. 81-2018, remessa de documentos sobre o projeto de desestatização, com, no mínimo, 150 dias de antecedência da data para a publicação do edital. Quanto aos estudos de viabilidade técnica, econômica e ambiental, minutas do edital e do contrato, caderno de encargos, resultados de audiências públicas, antecedência de 90 dias da publicação do edital. É previsto prazo de até 75 dias do recebimento dos documentos para remessa, pela Área Técnica, ao Relator para exame de mérito, que poderá fixar prazo superior, dependendo da complexidade.

Quanto ao Leilão, percebe-se que a modelagem e, especificamente, o processo de valuation, são concomitantemente examinados em três âmbitos: órgãos de controle, empresas participantes da estruturação do projeto e possíveis compradores. Nesse sentido, o prazo de 90 dias de antecedência da publicação do edital para envio das avaliações sobre o preço mínimo e das minutas, corresponde ao fato de que o momento em que efetivamente fora fixado o valor de venda é ainda mais distante do prazo da publicação do edital.

E da publicação do edital, contabilizando prazos para impugnações, questões legais e jurídicas possíveis até o dia do Leilão, bem como o lapso temporal entre o encerramento do acesso ao Data Room e a participação efetiva no Leilão, contribui com o aumento de riscos e inseguranças, que não se resumem aos próprios da avaliação do negócio-alvo, mas também a fatores externos, como já referido, atrelados ao país sede da operação, gerando desconfiança

⁷⁴ KUMMER, Christopher; SLISKOVIC, Vlado. *Do Virtual Data Rooms add value to the Mergers and Acquisition Process?* Vienna: MANDA Institute, 2007.

nos investidores internacionais, a exemplo da instabilidade econômica, problemas de infraestrutura, corrupção e legislação pobre ou ineficiente do ponto de vista de transparência e governança⁷⁵. Nesse sentido, como refere Alexandre Santos de Aragão, “a alienação de bens que constituam ativos estratégicos da empresa não pode ter preocupações meramente financeiras, já que, dependendo do adquirente, pode gerar efeitos deletérios para a posição estatal no mercado concorrencial em que atua”⁷⁶.

Desse modo, mais um resultado verificável deste trabalho consiste na identificação de que o procedimento de valuation relacionado ao Leilão, considerando o lapso de tempo entre a fixação do valor até a efetiva transferência das ações, compreende uma variedade de períodos intercalares em relação ao processo de M&A, que tem como período intercalar aquele entre a assinatura e a efetiva transferência das ações. No Leilão, o arrematante não poderá personalizar o contrato, esse já constitui instrumento inalterável, talvez aí a característica mais exorbitante do contrato de venda de controle pela Administração Pública Empresarial, apesar da veste de direito privado.

Quanto ao ponto, especialmente para examinar os fatores que podem impactar a competitividade, é relevante observar as teorias econômicas e os estudos empíricos realizados sobre o tema. Glauco Garcia Scandaroli, ao examinar as experiências nacionais de leilões de transmissão de energia elétrica, indica que a expressividade das responsabilidades contratuais também é contabilizada pelos licitantes como risco, e, quanto ao risco de inexecução futura, pontua que licitantes com menor disponibilidade de recursos tendem a apresentar lances mais agressivos, ampliando o risco de inexecução, enquanto licitantes mais capazes, com melhores recursos, tendem a ser mais conservadores, apresentando lances mais baixos. Daí conclui: “a realização de leilão considerando o maior lance pode resultar na seleção de empresas com maior probabilidade de falência, ou de baixo desempenho durante a execução do contrato”⁷⁷.

Assim, não parece haver uma relação intrínseca entre proteção ao erário e ao interesse público com a existência de lances arrojados em relação ao preço mínimo: na medida em que o lance aumenta, o risco de inexecução posterior também. Isso parece comprometer o lugar-comum quanto à existência de uma pluralidade de licitantes, geralmente esperada em qualquer

⁷⁵ ALVES, Daniel Rodrigues Daniel Rodrigues. *Determinabilidade, negociação e elaboração de cláusulas das cláusulas de preço contingente (earn-out) nas operações de compra e venda de participação societária ou de estabelecimento e análise de conflitos à luz do princípio da boa-fé objetiva*. Orientadora: Lie Uema do Carmo. Dissertação de mestrado. Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2016, p. 13.

⁷⁶ ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista*. 1ª ed. São Paulo: Forense, 2017, p. 175.

⁷⁷ SCANDAROLI, Glauco Garcia. *Avaliação dos incentivos à competição em leilões de transmissão de energia elétrica*, 2023. Instituto Serzedello Corrêa, TCU, Brasília, p. 16.

certame, e também a busca pelo maior lance, que é a base do instrumento de Leilão. Também em estudo empírico relacionado aos leilões de transmissão de energia no Brasil, Nayara Peneda Tozei *et. al.* destacaram que a atuação em Consórcio também pode impactar o comportamento de outros licitantes⁷⁸.

No que se refere às cláusulas de determinação do preço, a começar pelo locked box mechanism (preço fixo), percebe-se que consiste na regra dos contratos de privatização, considerando as questões legais e regras procedimentais que impõem, por si só, fixação do preço em um momento que pode ser bastante distante da data do Leilão - coincidindo ou não com a assinatura - e efetiva transmissão das ações.

Embora em diversos contratos recentes de desestatização esteja previsto que o preço não sofrerá qualquer alteração, tal previsão, combinada com as cláusulas de declarações, diz respeito ao período posterior à assinatura, muito mais relacionado à impossibilidade do comprador de discutir o preço após a assinatura, o que evidentemente guarda relação com a regra básica de garantia da isonomia, em relação aos demais licitantes.

Dessa forma, a despeito de admitir-se a interpretação de que está subentendida nesta cláusula a regra de validade do preço mínimo fixado em um momento do passado, por consequência lógica da necessidade de observância às regras procedimentais e legais, especialmente considerando a atuação do controle externo, verifica-se que não dizer isso por meio de cláusula expressa, seja para o controle externo, seja para os interessados, resulta em incremento de riscos e insegurança quanto aos efeitos possíveis do período intercalar entre o término das avaliações para fins de fiscalização e a efetiva ocorrência do Leilão, interregno próprio deste procedimento em relação às operações de M&A, também um resultado deste estudo. Sem contar o lapso que pode ocorrer entre o período da ocorrência do Leilão, com o arremate das ações, assinatura e efetiva transferência das ações.

Como já referido em relação aos procedimentos de M&A, a cláusula de preço fixo se compatibiliza melhor para avaliações de companhias relativamente estáveis, que possuam significativo registro de dados históricos, para os quais não haja probabilidade relevante de eventos futuros capazes de alterar significativamente os rumos históricos daquela empresa – veja-se, aqui, também certo nível de subjetividade, além de indeterminação.

Quanto aos dados históricos em valuation de ativos públicos, relevante mencionar que o TCU também pontua: “para efeitos de avaliação pelo comprador, é de se imputar maior

⁷⁸ TOZEI, N. P.; VIEIRA, W. d. C.; MATTOS, L. B. *Efeitos da participação de consórcios nos lances e deságios em leilões de transmissão de energia elétrica no Brasil*. Economia Aplicada, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, v. 18, n. 1, 2014.

relevância à apresentação detalhada, integral e fidedigna de dados, especialmente os históricos – o que, pelo exame dos documentos apresentados, julga-se adequadamente providenciado –, que de visões baseadas em projeções do vendedor, vez que o potencial comprador se acerca de assessores e especialistas para a realização de suas próprias projeções”⁷⁹.

Assim, a previsão de uma cláusula de preço fixo na minuta de contrato de compra e venda de participações societárias produz efeitos para além do vínculo contratual com a empresa adquirente, alcançando incremento de previsibilidade e segurança para órgãos do controle externo e para a própria sociedade. Isso porque a previsão vai constar previamente na minuta a ser examinada pela Corte de Contas e, posteriormente, o instrumento contratual será publicado com o Edital do Leilão, garantindo transparência e publicidade.

Já em relação à cláusula de ajuste preço (completion accounts mechanism), utilizada para alterações que ocorrem entre a assinatura e efetiva transferência das ações em um processo de M&A, já referido que tal ajuste precisa vir acompanhado da variável financeira que justificará a modificação e à luz das contas ajustadas no período de fechamento, devendo ser coincidente com o momento da efetiva transmissão das ações.

Parece ser possível incluí-la, também, de forma personalizada, na minuta de contrato como instrumento de tutela do período intercalar próprio do Leilão, entre a data-base das avaliações em razão dos procedimentos de acompanhamento e fiscalização e a ocorrência do Leilão. Dentre as hipóteses examinadas anteriormente, indica-se como mais apropriada ao contexto do período intercalar específico dos procedimentos de Leilão a utilização híbrida, com um período indicado como o que será ajustável e, outro, a partir do qual será fixo.

Nesse caso, o período intercalar de Leilão parece comportar, então, a possibilidade de dois preços fixos: um referente à data-base, outro ajustável com base em um indicador, a partir do qual volta a ser um novo preço fixo até a data do Leilão. Outro aspecto que também corrobora a compatibilidade consiste no fato de que uma utilização comum do ajuste de preço personalizado se verifica quando o ajuste estiver vinculado a uma data em que as demonstrações financeiras anuais são preparadas e a conclusão ocorre posteriormente.

Quanto à cláusula de earn-out, referente à parcela variável ou de complemento de preço, sujeita a condição suspensiva, a exemplo de metas financeiras e não financeiras, percebe-se que o efeito do complemento de preço necessariamente ocorre após a efetiva transferência das ações, tratando-se de instituto próprio de execução diferida. No entanto, verifica-se que a cláusula de earn-out é compatível especialmente em avaliações de ativos públicos que sofram

⁷⁹ BRASIL, Tribunal de Contas da União, Acórdão 921/2023, Plenário, Relator Ministro Walton Alencar Rodrigues, sessão em 10/05/2023.

de forma relevante com um caráter volátil de mercado ou de políticas econômicas, inclusive internacionais.

E, lembrando o caso citado no tópico anterior, da Corte Infraconstitucional alemã, referente à fixação de preço em contrato de fornecimento de petróleo, interessante e indispensável referir o único caso encontrado de utilização da cláusula de earn-out em operação de desestatização no Brasil, qual seja, justamente em outorga de contratos para exploração e produção de petróleo e gás natural no polígono pré-sal, referente aos leilões dos volumes excedentes ao contrato de cessão onerosa (LVECCO), pactuado entre a União e a Petrobras⁸⁰.

O Tribunal de Contas da União realiza o acompanhamento dos desdobramentos da execução do Contrato de Cessão Onerosa firmado em 2010 (prazo de vigência de 40 anos, pelo valor de R\$ 74.807 bilhões). Em 2014, identificada a existência comercial de volumes excedentes de petróleo e gás natural, iniciaram as avaliações e procedimentos para a contratação das respectivas produções, desta vez em regime de partilha de produção.

A cláusula de earn-out foi sugerida pela Petrobras em 2020, para o segundo leilão de excedentes, “de modo a reduzir o valor a ser pago inicialmente pelo entrante a título de compensação e postergar o pagamento de uma parcela restante de acordo com o preço do barril a ser avaliado por um período pré-determinado de tempo”⁸¹. Em um contexto de pandemia, a lógica da cláusula proposta era justamente “restaurar o valor de compensação que seria devido à Petrobras caso pudessemos prever com exatidão os preços futuros do petróleo”, também conforme Voto do Min. Relator.

Após avaliações e acompanhamento pelo TCU, verificou-se que o earn-out contribuiu para um certame mais competitivo, na medida em que permite a aprovação de uma redução na compensação líquida a ser recebida pela Petrobras, concluindo-se que “a inclusão da cláusula de earn out teria o potencial de resultar em maior ganho de VPL para a União, além de reduzir a incerteza para o novo entrante e consequentemente aumentar a competitividade do certame”, conforme trecho do Voto do Min. Relator do TCU. O earn-out do caso foi: complemento do preço a partir do último dia útil do mês de janeiro do ano subsequente (2023-2032), sempre que o Brent (Petróleo Bruto) atingir média anual superior a US\$ 40/bbl limitado a US\$ 70/bbl. Em

⁸⁰ Histórico de toda a cessão onerosa: Processo 001.281/2019-4 (TCU). Licitações para a concessão de blocos para exploração e produção de petróleo e gás são regidas pelo art. 177 da CF, pela legislação setorial específica (Leis 9.478/1997, 12.351/2010) e resoluções da ANP. Acompanhamento dos procedimentos de outorgas está disciplinado na IN TCU 81/2018. In: BRASIL, Tribunal de Contas da União, Acórdão 2480/2021 - Plenário, Rel. Min. Walton Alencar Rodrigues, sessão em 13/10/2021.

⁸¹ BRASIL, Tribunal de Contas da União, Acórdão 2480/2021 - Plenário, Relator Ministro Walton Alencar Rodrigues, sessão em 13/10/2021.

janeiro de 2023, a Petrobras recebeu R\$ 1,3 bilhão referente ao earn-out do bloco Sépia (exercício de 2022)⁸².

Ou seja, muito provavelmente o earn-out resolveria o problema dos alemães do caso de 1978, ao invés da opção pelo preço fixo. Logo, a comparação dos casos sobre o mesmo bem, petróleo, ensina que determinados negócios não podem se sujeitar a uma fixação de preço como forma de atingir uma estabilidade que simplesmente não existe, considerando a dinamicidade do mercado em relação àquele determinado ativo.

4. Conclusão

O processo de valuation de empresas carrega consigo uma história, uma tradição, conforme tópico 2, das operações da common law de M&A. A busca por soluções jurídicas de alocação de riscos endógenos e exógenos à transação, de combate à assimetria informacional e das subjetividades e dinamicidades inerentes, sempre competiu, especialmente, ao direito privado, contratual e societário. Quanto à determinação do preço, a doutrina aponta como relevante o período intercalar entre a assinatura do contrato e a efetiva transferência das ações.

O tema das empresas estatais brasileiras carrega consigo um regime jurídico híbrido, conforme tópico 3. Basta ver que justaposta à palavra empresa está o Estado. Empresa qualifica o Estado e o Estado qualifica a empresa. O processo de valuation de empresas estatais carrega tanto o que foi trazido no tópico 2, quanto as particularidades referentes ao procedimento licitatório. Dentre elas, a existência de um período intercalar próprio e relevante, entre a data-base do valuation e a realização do procedimento licitatório, em razão de exigências legais e procedimentais.

Considerando a necessidade de lidar com a (in)determinação do preço também em privatizações, foram apresentados alguns critérios, não exaustivos, para a utilização das cláusulas especiais de preço de M&A nas minutas contratuais: (i) a estabilidade histórica da companhia pode levar à cláusula de preço fixo, que é um preço determinado no passado, podendo coincidir com a data-base das avaliações; (ii) a volatilidade do preço em relação ao objeto da Estatal pode levar ao complemento futuro do preço pela cláusula de earn-out, com respaldo incipiente pelo TCU; (iii) a busca por uma compatibilidade do preço com o momento da ocorrência do procedimento licitatório, pode levar ao ajuste do preço, também de forma híbrida com a cláusula do preço fixo; (iv) nas privatizações, não parece ser compatível o ajuste do preço sobre a data da efetiva transferência das ações, pois isso violaria a isonomia em relação ao certame, e (v) no caso de ajuste e complemento de preço, relevante que a Administração fixe

⁸² MOREIRA, Felipe. Petrobras (PETR4) recebe “earnout” de R\$ 1,3 bi. *INFOMONEY*. 30 jan. 2023.

um teto no contrato quanto à alteração do preço, para cima e para baixo, caso contrário, a indeterminação e a insegurança, arbitrárias, e prejudiciais à competitividade, seguem presentes.

Conclui-se que os procedimentos de valuation nas privatizações, apesar de características e princípios de direito público que incidem sobre os procedimentos licitatórios, parecem exigir uma gradação da exorbitância⁸³ do instrumento contratual mais suave em relação a outros contratos administrativos, porque se tratam de pessoas jurídicas de direito privado, sobre as quais incide, também, o regime societário, conforme previsões legais expressas (CF e Lei das Estatais), e isso porque se pretende, garantindo-se moralidade administrativa na gestão das estatais, maior eficiência e economicidade.

Confirma-se a hipótese da pesquisa, e conclui-se que a segurança jurídica está, assim, voltada à previsibilidade de que não há como garantir imutabilidade em temas dinâmicos, mas é possível aperfeiçoar o procedimento jurídico - e o contrato - a esta dinamicidade, promovendo maior certeza, estabilidade, previsibilidade e confiança sobre o procedimento. Daí porque, também, a relação entre segurança jurídica e proteção da confiança⁸⁴. Assim, haverá uma aproximação mais coerente e efetiva com a proteção do erário e dos interesses públicos.

5. Referências

- AAVA, Ott. Risk Allocation Mechanisms in Merger and Acquisition Agreements. *Helsinki Law Review*, pp. 31-59, 2010/2.
- ALMEIDA, Fernando Dias Menezes de. A distinção entre Público e Privado aplicada aos contratos celebrados pela Administração, pp. 236-246. In: DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella (org). *Direito Privado Administrativo*. São Paulo: Atlas, 2013.
- ALVES, Daniel Rodrigues. *Determinabilidade, negociação e elaboração de cláusulas das cláusulas de preço contingente (earn-out) nas operações de compra e venda de participação societária ou de estabelecimento e análise de conflitos à luz do princípio da boa-fé objetiva*. Lie Uema do Carmo. Mestrado (orient). Escola de Direito FGV, 2016.
- ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Empresas estatais: o regime jurídico das empresas públicas e sociedades de economia mista*. 1ª ed. São Paulo: Forense, 2017.
- ÁVILA, Humberto. *Segurança Jurídica no Direito Tributário: entre permanência, mudança e realização*. USP: São Paulo, 2009.
- CACHAPUZ, Maria C. *Intimidade e vida privada no novo Código Civil Brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2006.
- BRASIL, Supremo Tribunal Federal, ADI 5.624-DF, Rel Min. Ricardo Lewandowski, Pleno, j. 06/06/2019.

⁸³ Nesse sentido, indispensáveis as seguintes obras: GIACOMUZZI, José Guilherme. *Estado e contrato: supremacia do interesse público “versus” igualdade - um estudo comparado sobre a exorbitância no contrato administrativo*. São Paulo: Malheiros Editores, 2011; ALMEIDA, Fernando Dias Menezes de. A distinção entre Público e Privado aplicada aos contratos celebrados pela Administração, pp. 236-246. In: DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella (org). *Direito Privado Administrativo*. São Paulo: Atlas, 2013.

⁸⁴ MAFFINI, Rafael. *Princípio da proteção substancial da confiança no direito administrativo brasileiro*. Porto Alegre: Verbo Jurídico, 2006, p. 55.

- BRASIL, Supremo Tribunal Federal, RCL 42.576 MC-DF, Rel. Min. Edson Fachin, Pleno, j. 01/10/2020.
- BRASIL, Tribunal de Contas da União, TCU, Acórdão 2480/2021, Plenário, Relator Ministro Walton Alencar Rodrigues, sessão em 13/10/2021.
- BRASIL, Tribunal de Contas da União, Acórdão 921/2023, Plenário, Relator Ministro Walton Alencar Rodrigues, sessão em 10/05/2023.
- COUTO E SILVA, Almiro. Os indivíduos e o Estado na realização de tarefas públicas. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, 209, jul/set 1997.
- DAMODARAN, Aswath. *Investment valuation*. 3 ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2002.
- DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. Introdução: do Direito Privado na Administração Pública. In: DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella (org). *Direito Privado Administrativo*. São Paulo: Atlas, 2013.
- DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Parcerias na administração pública: concessão, permissão, franquia, terceirização, parceria público-privada*. Rio de Janeiro: Forense, 2022.
- ELLROTT, Jochen. How does ESG impact M&A? *Freshfields Bruckhaus Deringer*. 15 jun. 2022.
- Exposição oral. Paulo Cezar Aragão. Cláusula de Earn-out. In: MACA 2022. USP. Disponível em: https://www.youtube.com/watch?v=g7SS9Bh_408&t=2558s. Acesso em: 18 ago. 2023.
- FISHMAN, Michael J. A theory of preemptive takeover bidding. *The RAND Journal of Economics*. vol. 19, N. 1. Spring, 1988.
- FREUND, James C. Anatomy of a Merger. Strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions. In: New York: *Law Journal Seminars-Press*, 1975.
- GADAMER, Hans-Georg. *Verdade e método: traços fundamentais de uma hermenêutica filosófica*. Flávio Paulo Meurer (trad.). Ênio Paulo Gianchini (rev.). 3ª ed. Rio de Janeiro: Editora Vozes, 1999.
- GENCHEVA, Dobrina; DAVIDAVIČIENĖ, Vida. Reduction of the Information Asymmetry in Mergers & Acquisitions Through the Means of Payment. *Journal of System and Management Sciences*. Vol. 6. Nº 02, pp. 16-32, 2016.
- GIACOMUZZI, José Guilherme. *Estado e contrato: supremacia do interesse público “versus” igualdade - um estudo comparado sobre a exorbitância no contrato administrativo*. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.
- HEINEN, Juliano. *Comentários à Lei de Licitações e Contratos Administrativos*. Salvador: JusPodvium, 2021.
- KUMMER, Christopher; SLISKOVIC, Vlado. *Do Virtual Data Rooms add value to the Mergers and Acquisition Process?* Vienna: MANDA Institute, 2007.
- LAJOUX, Alexandra Reed. *The Art of M&A*. 5ª ed. New York: McGraw, 2019.
- LUZIO, Eduardo. Fusões e aquisições em ato. *Guia prático*. São Paulo: Cengage Learning, 2014.
- MAFFINI, Rafael. *Princípio da proteção substancial da confiança no direito administrativo brasileiro*. Porto Alegre: Verbo Jurídico, 2006.
- MARTINS COSTA, Fernanda. *Execução diferida do contrato em operações de fusões e aquisições (F&A) de sociedades anônimas: análise de aspectos contratuais e societários*. Tese. Erasmo Novaes França (orient.). USP, 2021.
- MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-Fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação*. São Paulo: Marcial Pons, 2015.
- MARTINS-COSTA, Judith. Contrato de cessão e transferência de quotas. Acordo de Sócios. Pactuação de parcela variável do preço contratual denominada earn out. Características e Função (“Causa Objetiva”) do earn out. Parecer. *Revista de Arbitragem e Mediação*, vol. 42, pp. 153-188. São Paulo: RT, 2014.
- MCNAMARA, Georgina. ESG in M&A Transactions. *MCINNES WILSON*. 27 abr. 2023.

- MENGES, Maximilian; FROHM, Markus. Five considerations of completion accounts vs. locked box mechanisms. ERNST & YOUNG GLOBAL LIMITED. 21 abr. 2022.
- MEYVIS, Yolande; AERTS, Pieter-Jan; VAN WYMEERSCH, Nathan. M&A Pricing: completion mechanisms. *MONDAQ*. 17 fev. 2020.
- MOREIRA, Felipe. Petrobras (PETR4) recebe “earnout” de R\$ 1,3 bi. *INFOMONEY*. 30 jan. 2023.
- PARGENDLER, Mariana. O direito contratual comparado em nova perspectiva: revisitando as diferenças entre os sistemas romano-germânicos e de common law. *Revista Direito GV*, São Paulo, v. 13, n. 3, set-dez, 2017.
- PIRES, Catarina Monteiro. Cláusulas de preço fixo, de ajustamento de preço e de alteração material adversa (MAC) e cláusulas de força maior: revisitando problemas de riscos de desequilíbrio em tempos virulentos. *Revista da ordem dos advogados*. V. 1/2., Lisboa, jan/jun, p. 73-93, 2020.
- PIVA, Luciano Zordan. *O Earn-Out na compra e venda de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.
- PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. Tomo XXXIX. Rio de Janeiro: Editor Borsóí, 2^a ed, 1962.
- PÓVOA, Alexandre. *Valuation: como precificar ações*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.
- PwC. *To lock or not to lock: an introduction to the Locked Box closing mechanism*. September 2013.
- RAISER, Ludwig. O futuro do direito privado. Tradução autorizada pelo autor de “Die Zukunft des Privatrechts”. Tradução por Lucinda Maria Ragugnetti. Revisão por Antônio Estêvão Allgayer e Henrique K von. Wackerriitt. *RPGE*, Porto Alegre, vol. 9(25), pp. 11-30, 1979.
- REALE, Miguel. Visão geral do projeto de Código Civil. *Revista da Academia Brasileira de Letras Jurídicas*, Rio de Janeiro, v. 13, n. 13/14, p. 139–150, jan./dez., 1998.
- SÁ, Fernando de Oliveira e. A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas de earn-out. In: CÂMARA; BASTOS (org.). *Aquisição de empresas*. Coimbra: Coimbra Editora, 2011.
- SCANDAROLI, Glauco Garcia. *Avaliação dos incentivos à competição em leilões de transmissão de energia elétrica*, 2023. Monografia. Instituto Serzedello Corrêa, TCU, Brasília
- SCHWIND, Rafael W. *O Estado acionista: empresas estatais e empresas privadas com participação estatal*. São Paulo: Almedina, 2017.
- SUNDFELD, Carlos Ari. Serviços Públicos e regulação estatal. In: *Direito Administrativo Econômico*. São Paulo: Malheiros, 2000.
- TAYLOR, Rachel; THOMSON, Martin; WISEMAN, Martin; WOODS, Reuben. Locked box: price protection, not price adjustment. *DLA PIPER*. 03 jul. 2017.
- TOZEI, N. P.; VIEIRA, W. d. C.; MATTOS, L. B. *Efeitos da participação de consórcios nos lances e deságios em leilões de transmissão de energia elétrica no Brasil*. *Economia Aplicada*, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, v. 18, n. 1, 2014.