

EXCEDENTE EPISTÊMICO E NEGOCIAÇÃO SOB ASSIMETRIA INFORMACIONAL: UMA APLICAÇÃO DA EPISTEMOLOGIA PRAGMÁTICA CONSTITUTIVA ÀS FUSÕES, AQUISIÇÕES E REESTRUTURAÇÕES EMPRESARIAIS

Miguel Couto Ramos

Programa Institucional de Pós-Doutorado da Universidade Federal do Rio de Janeiro,
instituído pela Resolução CEPG nº 04/2018 — Instituto de Economia

Supervisão: Prof. Dr. Franklin Leon Peres Serrano

Rio de Janeiro, setembro de 2026

RESUMO

Este artigo retorna ao domínio nomeado no título do plano de trabalho que originou o presente programa de pesquisa pós-doutoral — as fusões, aquisições e reestruturações empresariais — e examina, com o aparato construído nos trabalhos precedentes, a etapa que eles deixaram em aberto: a negociação sob assimetria informacional em que o excedente de uma operação é repartido. O primeiro artigo do programa decompôs o prêmio de aquisição em excedente estrutural, transferência fiscal, apropriação e dissipação, e demonstrou que a decomposição não é identificada a partir de preços; o índice de apropriação e a dissipação foram, ali, tratados como incógnitas. Aqui se examina o que os determina. Sustenta-se que a sinergia anunciada não é grandeza descritiva de propriedades dos ativos, mas produto de um sistema conceitual cuja razão de excedência é estruturalmente determinada, ao passo que sua repartição é determinada por grandezas de outra natureza — pontos de desacordo, impaciência, capacidade de compromisso, estrutura da informação privada —, que a teoria da negociação e a economia da informação formalizam sem que nenhuma delas seja grandeza acerca do excedente. Demonstra-se que a diligência prévia é procedimento de produção de excedente epistêmico e que o processo competitivo de venda é arranjo de apropriação desse excedente, cujo custo é suportado, em larga medida, por proponentes que dele não se apropriam; que os dispositivos de compromisso possuem dupla natureza, distributiva e estrutural, e que o critério para distinguir o compromisso que apenas redistribui do que destrói excedente é formulável na linguagem da razão de excedência; que a maldição do vencedor

produz dissipação e não excedente estrutural negativo, e que os dois fenômenos, confundidos sob a rubrica da destruição de valor, exigem remédios distintos; e que o teorema de Myerson e Satterthwaite converte a não realização de operações eficientes de anomalia em consequência estrutural, agravada pela incomensurabilidade parcial entre os sistemas conceituais das partes. O argumento é submetido aos seis critérios da Epistemologia Pragmática Constitutiva, com consequências para o regime brasileiro das operações societárias e da recuperação judicial. Conclui-se que a atribuição do fracasso das operações a erros de estimativa reflete confusão categorial entre um problema estrutural de produção e um problema distributivo de apropriação, e que a teoria da negociação, sendo indispensável à determinação da repartição, é inteiramente silenciosa quanto à magnitude do que se reparte.

Palavras-chave: excedente epistêmico; fusões e aquisições; teoria da negociação; assimetria informacional; recuperação judicial; epistemologia pragmática constitutiva.

ABSTRACT

This article returns to the domain named in the title of the work plan that gave rise to this postdoctoral research programme — mergers, acquisitions and corporate restructurings — and examines, with the apparatus built in the preceding works, the stage they left open: bargaining under information asymmetry, in which the surplus of a transaction is divided. The programme's first article decomposed the acquisition premium into structural surplus, tax transfer, appropriation and dissipation, and showed that the decomposition is not identified from prices; the appropriation index and dissipation were treated there as unknowns. What determines them is examined here. It is argued that announced synergy is not a descriptive magnitude of properties of the assets but the product of a conceptual system whose surplus ratio is structurally determined, whereas its division is determined by magnitudes of another kind — disagreement points, impatience, commitment capacity, the structure of private information — which bargaining theory and information economics formalise without any of them being a magnitude about the surplus. It is shown that due diligence is a procedure for producing epistemic surplus and that the competitive sale process is an arrangement for appropriating it, whose cost is largely borne by bidders who do not share in it; that commitment devices have a dual, distributive and structural, nature, and that the criterion distinguishing a commitment that merely redistributes from one that destroys surplus can be formulated in the language of the surplus ratio; that the winner's curse produces dissipation rather than negative structural surplus, and that the two phenomena, conflated under the

heading of value destruction, call for different remedies; and that the Myerson–Satterthwaite theorem turns the non-occurrence of efficient transactions from an anomaly into a structural consequence, aggravated by the partial incommensurability of the parties' conceptual systems. The argument is submitted to the six criteria of Constitutive Pragmatic Epistemology, with consequences for Brazilian corporate and insolvency law. It is concluded that attributing transaction failure to estimation error reflects a categorial confusion between a structural problem of production and a distributive problem of appropriation, and that bargaining theory, indispensable for determining the division, is entirely silent about the magnitude of what is divided.

Keywords: epistemic surplus; mergers and acquisitions; bargaining theory; information asymmetry; judicial reorganisation; constitutive pragmatic epistemology.

1 INTRODUÇÃO

O plano de trabalho que originou o presente programa de pesquisa pós-doutoral nomeava em seu título as fusões, aquisições e reestruturações empresariais, e o desenvolvimento da investigação conduziu-a para além desse domínio. O primeiro artigo (COUTO RAMOS, 2026b) construiu, a partir da operação societária, o modelo formal da razão de excedência epistêmica e a decomposição do prêmio de aquisição, e deslocou-se em seguida para o valor terminal; o Texto para Discussão (COUTO RAMOS, 2026c) converteu o diagnóstico em protocolo de auditoria e propôs três estratégias de estimação da razão de excedência; os artigos subsequentes estenderam a investigação às expectativas de inflação e de crescimento (COUTO RAMOS, 2026d), à teoria dos jogos e aos conflitos societários (COUTO RAMOS, 2026e), à avaliação imobiliária (COUTO RAMOS, 2026f), à relação entre percepção de valor, valor e preço (COUTO RAMOS, 2026g) e ao pressuposto do anonimato das partes (COUTO RAMOS, 2026h). O domínio nomeado no plano tornou-se, nesse percurso, um entre vários.

Uma etapa desse domínio permaneceu, contudo, sem exame próprio. A decomposição do prêmio estabelecida no primeiro artigo escreve-o como $P = \theta(S + \tau) + \kappa$, em que S é o excedente estrutural, τ a transferência fiscal, θ o índice de apropriação pela parte vendedora e κ a dissipação por sobrepagamento, e demonstra que as quatro grandezas não são identificadas a partir das observações disponíveis. O primeiro artigo ocupou-se de S , pela razão de excedência, e de τ , pela estrutura de valor presente ajustado. O índice de apropriação e a dissipação foram tratados como incógnitas. O artigo sobre percepção de valor, valor e

preço mostrou que a variável distributiva de toda transação é determinada por posições das partes e não por grandezas acerca do ativo, e o artigo sobre teoria dos jogos mostrou que os termos da linguagem em que essas posições se descrevem carecem de base observacional autônoma. Nenhum dos trabalhos examinou, no domínio da operação societária, o que determina θ e κ — isto é, a negociação sob assimetria informacional em que o excedente é repartido.

É essa etapa que o presente artigo examina. A literatura de finanças corporativas registra há décadas resultados empíricos cuja robustez é notável e cuja interpretação permanece controversa. Estudos de evento acumulados desde a síntese de Jensen e Ruback (1983) até as revisões de Andrade, Mitchell e Stafford (2001) e de Betton, Eckbo e Thorburn (2008) documentam que os acionistas das empresas-alvo auferem retornos anormais positivos e substanciais no anúncio das operações, enquanto os acionistas das adquirentes auferem retornos estatisticamente indistinguíveis de zero ou negativos, resultado que Moeller, Schlingemann e Stulz (2005) mostraram ser particularmente severo nas grandes operações. O padrão convive com a persistência da atividade de concentração e com a convicção, entre os que dela participam, de que as operações criam valor. As explicações correntes organizam-se em torno de três hipóteses: a da soberba gerencial, formulada por Roll (1986) e desenvolvida por Hayward e Hambrick (1997) e por Malmendier e Tate (2008); a dos custos de agência, na linha de Jensen (1986); e a do aproveitamento de janelas de sobrevalorização, de Shleifer e Vishny (2003). As três compartilham o pressuposto de que existe uma grandeza objetiva, o valor criado pela operação, que os agentes estimam com maior ou menor acerto, e de que o desvio entre a estimativa e a grandeza explica o resultado observado. Três anomalias resultam desse quadro e organizam a literatura: a assimetria sistemática entre os retornos dos alvos e os das adquirentes; a recorrência de operações que destroem valor apesar de diligência tecnicamente sofisticada; e a não realização de operações que seriam eficientes.

Sustenta-se aqui que o pressuposto incorre em confusão categorial. O que a literatura denomina criação de valor não é grandeza que preexistia à operação e que a operação revele; é produto de um sistema conceitual que, aplicado a um conjunto de ativos, gera capacidade cognitiva e organizacional excedente sobre o que consome em sua própria reprodução. Reconhecida essa natureza, separam-se duas questões que a literatura confunde: a questão estrutural de quanto excedente o sistema resultante é capaz de produzir, e a questão distributiva de quem se apropria do excedente produzido. A primeira depende da articulação entre ativos, competências e categorias analíticas; a segunda depende de grandezas de

natureza inteiramente distinta, que a teoria formal da negociação e a economia da informação permitem modelar. A operação de fusão ou aquisição é, sob essa descrição, um experimento natural de produção e apropriação de excedente epistêmico, no qual as partes disputam não apenas ativos, mas o direito de impor a descrição sob a qual os ativos serão avaliados; e a reestruturação de empresas em crise é o caso-limite da disputa.

O artigo apresenta cinco contribuições.

A primeira é a caracterização da diligência prévia como procedimento de produção de excedente epistêmico, e não apenas de redução de assimetria informacional, com a demonstração de que o processo competitivo de venda é arranjo institucional de apropriação desse excedente, cujo custo é suportado, em larga medida, por proponentes que dele não se apropriam, e de que a maximização do preço obtido não é, por isso, critério de eficiência do processo.

A segunda é o mapeamento dos determinantes do índice de apropriação e da dissipação sobre os instrumentos da teoria da negociação e da economia da informação — o ponto de desacordo de Nash, a impaciência de Rubinstein, o compromisso de Schelling, a seleção adversa de Akerlof, a sinalização de Spence, o teorema de Myerson e Satterthwaite e a maldição do vencedor —, com a demonstração de que nenhum desses determinantes é grandeza acerca do excedente e com o registro, herdado do terceiro artigo do programa, do estatuto empírico precário dos termos em que eles se exprimem.

A terceira é a demonstração da dupla natureza dos dispositivos de compromisso, distributiva e estrutural, e a formulação, na linguagem da razão de excedência, do critério que distingue o compromisso que apenas redistribui do compromisso que destrói excedente — distinção que o dever de diligência dos administradores exige e que a analítica corrente não permite formular.

A quarta é a separação entre dissipação e excedente estrutural negativo, com a demonstração de que a maldição do vencedor produz a primeira e o choque cultural o segundo, e de que os dois fenômenos, confundidos sob a rubrica da destruição de valor, exigem remédios distintos; e a reinterpretação, a partir dessa separação e do teorema de Myerson e Satterthwaite, das três anomalias que a literatura registra.

A quinta é a leitura dos instrumentos do regime brasileiro de recuperação judicial como tecnologias de produção e de repartição de excedente epistêmico, e a submissão do

conjunto aos seis critérios da Epistemologia Pragmática Constitutiva, com consequências normativas e regulatórias.

2 O APARATO HERDADO

O aparato de que o artigo se serve foi construído na tese e nos trabalhos precedentes e é aqui pressuposto sem reexposição demonstrativa. Retomam-se apenas os elementos indispensáveis à leitura.

O problema da formulação de uma explicação adequada do critério de significado empírico conheceu, no interior do empirismo lógico, sucessão de formulações cuja trajetória Couto Ramos (2018) reconstituiu: do requisito de verificabilidade completa em princípio ao de falsificabilidade, do critério de traduzibilidade ao de confirmabilidade fundado nas sentenças de redução de Carnap (1936), e deste ao critério apresentado nos Minnesota Studies (CARNAP, 1956). A tese (COUTO RAMOS, 2026a) sustentou que a insuficiência dessas formulações decorria de seus pressupostos filosóficos — atomismo epistêmico, representacionismo, neutralidade valorativa e universalismo metodológico —, inadequados a fenômenos dotados de performatividade, reflexividade e constituição relacional, e propôs a Epistemologia Pragmática Constitutiva, desdobrada em seis critérios — Significância Estrutural-Relacional, Adequação Hegemônica, Sustentabilidade Sistêmica, Ressonância Democrática, Legitimidade Normativa e Transparência Causal — e articulada à categoria de Excedente Epistêmico, que mede a capacidade de um sistema conceitual de produzir conhecimento além do que consome em sua própria reprodução e se desdobra em produtividade generativa, conectividade transversal, profundidade reveladora e resiliência transformativa.

A transposição que funda a categoria recorre à estrutura sraffaiana porque nela a determinação do excedente é relacional, objetiva e analiticamente separável da determinação distributiva. Sraffa (1960) demonstrou que, num sistema em que mercadorias são produzidas por meio de mercadorias, a razão máxima entre o produto excedente e os meios de produção é propriedade estrutural do sistema, determinável independentemente da repartição, que depende de variáveis exógenas ao sistema de preços. O primeiro artigo do programa deu a essa arquitetura forma operacional no domínio da operação societária. Representa-se o sistema conceitual de uma organização por matriz não-negativa e irredutível A de requisitos de reprodução cognitiva, cuja raiz característica dominante $\lambda(A)$ determina, pelo teorema de

Perron-Frobenius e pela condição de Hawkins e Simon (1949), a razão de excedência epistêmica

$$R_{\varepsilon}(A) = \frac{1}{\lambda(A)} - 1,$$

positiva se e somente se $\lambda(A) < 1$. A combinação de duas entidades produz matriz com economias intrablocos e blocos de acoplamento, e é estruturalmente produtiva se e somente se sua raiz característica é inferior à maior das raízes das entidades isoladas; na ausência de economias, e sendo irredutível a matriz combinada, todo acoplamento eleva a raiz e destrói excedente estrutural, formulação rigorosa do que a prática denomina choque cultural. Como a raiz característica não é função aditiva dos blocos, todo procedimento avaliatório decomposicional é estimador inconsistente da razão de excedência da combinação, e a diligência prévia, organizada por frentes disciplinares, é decomposicional por desenho (COUTO RAMOS, 2026b).

A decomposição do prêmio e do ganho do adquirente,

$$P = \theta(S + \tau) + \kappa, G = (1 - \theta)(S + \tau) - \kappa,$$

com S o valor monetário do excedente estrutural, $\tau \geq 0$ a transferência fiscal, $\theta \in [0, 1]$ o índice de apropriação pela parte vendedora e $\kappa \geq 0$ a dissipação por sobrepagamento, conduziu ao teorema de não-identificação: as observações de P e G identificam a soma $P + G = S + \tau$ e o prêmio $\theta(S + \tau) + \kappa$, e não identificam separadamente as quatro incógnitas, porque a soma não separa o excedente estrutural da transferência fiscal e o prêmio não separa a apropriação da dissipação. Retorno nulo do adquirente é, em consequência, observacionalmente equivalente entre a operação inerte, a operação produtiva integralmente apropriada pelo alvo — caso-limite $\theta \rightarrow 1$, que corresponde ao resultado de Grossman e Hart (1980) — e a operação produtiva cuja parcela do adquirente é dissipada por sobrepagamento. O primeiro artigo supôs $S \geq 0$; aqui se admite também $S < 0$, que é o caso da combinação que destrói excedente estrutural. O Texto para Discussão propôs três estratégias de estimação da razão de excedência — a estimação ordinal por perfis, a medição direta dos blocos de acoplamento e a identificação por restrição de exclusão —, nenhuma suficiente isoladamente (COUTO RAMOS, 2026c).

Três resultados posteriores são diretamente pertinentes. O artigo sobre teoria dos jogos (COUTO RAMOS, 2026e) mostrou que as crenças fora do caminho de equilíbrio, as preferências sobre alternativas nunca oferecidas e o conhecimento comum constituem termos

cuja condição de teste é irrealizável ou suprimida institucionalmente, e que o voto observado não identifica a combinação de preferência e crença que o produziu; do que decorre que os modelos de negociação que adiante se mobilizam fornecem a estrutura dos determinantes da repartição, mas não fornecem, por si, meio de observá-los. O artigo sobre percepção de valor, valor e preço (COUTO RAMOS, 2026g) generalizou a decomposição do prêmio no teorema segundo o qual a diferença entre preço e valor é média dos desvios perceptivos das partes ponderada pela variável distributiva, e distinguiu três formas de renda de posição — diferencial, absoluta e de monopólio — cujos remédios não são substituíveis. E o artigo sobre a percepção do homem cordial (COUTO RAMOS, 2026h) acrescentou a renda de relação, cujo remédio é a mudança de equilíbrio entre canais de troca, e mostrou que a transação entre partes independentes, que as normas tomam como referência, pode ser segmento residual e selecionado.

O presente artigo ocupa-se de θ e de κ no domínio em que foram introduzidos. Antes, porém, cabe fixar o estatuto do objeto sobre o qual a repartição incide.

3 A OPERAÇÃO SOCIETÁRIA COMO PROBLEMA EPISTEMOLÓGICO

3.1 A sinergia não é grandeza descritiva

O conceito de sinergia ocupa, na prática das operações de concentração, posição funcionalmente análoga à que o conceito de produtividade marginal ocupa na teoria neoclássica da distribuição: é a categoria que converte uma disputa distributiva em resultado técnico. Definida convencionalmente como a diferença entre o valor da entidade combinada e a soma dos valores das entidades isoladas, apresenta-se como grandeza que os avaliadores estimam e que a operação, se bem executada, realiza. A apresentação não resiste ao exame.

Em primeiro lugar, o valor das entidades isoladas não é grandeza observável, mas produto de procedimento de avaliação que mobiliza projeções de fluxos, taxas de desconto, hipóteses de crescimento perpétuo e comparações com transações precedentes, cuja justificação é convencional; o primeiro artigo do programa mostrou que a parcela majoritária desse valor repousa em termo cuja condição de teste é irrealizável. O laudo de avaliação não mede um valor preexistente; produz uma descrição sob a qual o ativo passa a ser tratado como se o possuísse. Em segundo lugar, o valor da entidade combinada depende de configuração organizacional que não existe no momento da avaliação e cuja realização depende, entre outras variáveis, das expectativas que a própria avaliação gera. Em terceiro lugar, e

decisivamente, o valor da combinação é relacional em sentido forte: o mesmo ativo vale grandezas distintas para adquirentes distintos, não por erro de estimativa de algum deles, mas porque a capacidade produtiva que a combinação libera depende do sistema conceitual e organizacional em que o ativo será inserido. Na linguagem do modelo, o excedente estrutural de uma operação é função da matriz combinada, e a matriz combinada depende de ambos os blocos e de seu acoplamento; não há valor da sinergia do alvo, há valor da sinergia do par.

A terceira propriedade é aplicação direta do Critério de Significância Estrutural-Relacional. A significância de um enunciado sobre o valor de uma empresa não se estabelece por confronto com propriedades intrínsecas do objeto avaliado, mas pela especificação da posição que o objeto ocupa num sistema de relações. A prática avaliatória convencional, ao produzir um valor apresentado como atributo do ativo, opera com ontologia atomística que o critério rejeita. Não se trata de acusá-la de imprecisão, mas de identificar que responde à pergunta errada: não existe o valor da empresa, existe o valor da empresa para determinada configuração relacional, e a multiplicidade de valores não é ruído em torno de um valor verdadeiro, é a estrutura do objeto.

3.2 A diligência como produção de excedente epistêmico

A diligência prévia é habitualmente descrita como procedimento de redução da assimetria informacional entre comprador e vendedor. A caracterização é correta e insuficiente, porque a assimetria relevante numa operação societária não é apenas assimetria de informação sobre fatos, é assimetria de capacidade interpretativa sobre a mesma informação. Dois adquirentes que recebem idêntico conjunto de documentos extrairão dele teses de investimento distintas, não porque um observe mais que o outro, mas porque cada um opera com sistema conceitual que torna visíveis dimensões distintas do mesmo material. A diligência é, sob essa descrição, menos procedimento de coleta que procedimento de produção: gera excedente epistêmico ao converter dados organizados segundo as categorias contábeis e gerenciais do vendedor em conhecimento organizado segundo as categorias da tese de investimento do comprador.

A reformulação tem consequência analítica imediata. Se a diligência produz excedente epistêmico, a questão de quem dele se apropria torna-se pertinente. O vendedor que conduz processo competitivo obtém, sem custo próprio, o produto do trabalho interpretativo de múltiplos proponentes — revelado nas propostas, nas perguntas formuladas, nas condições exigidas e na ordenação dos lances —, e pode utilizá-lo tanto para calibrar o preço quanto

para reconfigurar o próprio ativo antes de aliená-lo. O proponente derrotado suporta integralmente o custo da produção e não se apropria de parcela alguma do produto, salvo na medida em que o conhecimento adquirido sobre o setor se transfira a operações futuras, hipótese cuja plausibilidade decorre da não-rivalidade das ideias que Romer (1990) caracterizou.

Proposição 1 (apropriação do trabalho interpretativo). Num processo competitivo com n proponentes, cada um dos quais incorre em custo de diligência $k > 0$, seja S^* o excedente estrutural da combinação vencedora. O excedente líquido do conjunto das partes é $S^* + \tau - nk$, e a parcela $(n-1)k$ do custo agregado é suportada por proponentes que não se apropriam do excedente da operação, ressalvadas as multas de rescisão e os ganhos de participação prévia que eventualmente recebam; o preço é $P = \theta(S^* + \tau) + \kappa$. A admissão de proponente adicional eleva o excedente líquido se e somente se o acréscimo esperado de $S^* + \tau$ — decorrente da possibilidade de que o novo proponente componha com o alvo par de menor raiz característica — excede k ; e pode elevar o preço mesmo quando essa condição falha, porque eleva θ pela via da concorrência e porque o vendedor se apropria, sem custo, da informação revelada pelos lances. Segue-se que a maximização do preço obtido não é critério de eficiência do processo.

A proposição não afirma que processos competitivos sejam ineficientes; afirma que o preço não mede sua eficiência, porque o preço é grandeza distributiva e o custo da diligência dos derrotados é grandeza estrutural que o preço não registra. A estrutura do processo competitivo de venda é, portanto, arranjo institucional de apropriação de excedente epistêmico, e sua avaliação — pelos administradores do vendedor, que a desenham, e pelos órgãos que a supervisionam — não pode limitar-se ao resultado de preço. A proposição tem, ademais, contrapartida na renda de posição absoluta do artigo sobre percepção de valor: o assessor que desenha o procedimento controla o meio de circulação pelo qual o trabalho interpretativo dos proponentes chega ao vendedor, e a regulação dessa intermediação é o remédio próprio.

3.3 Reflexividade e a impossibilidade da avaliação exterior

A terceira propriedade que torna a operação societária caso epistemologicamente exemplar é sua reflexividade. O anúncio de uma proposta de aquisição altera o preço da ação da empresa-alvo, e esse preço é insumo dos modelos que determinam o valor da proposta subsequente. O laudo que ampara a relação de substituição numa incorporação, exigido pelo

artigo 264 da Lei nº 6.404, de 1976, nas hipóteses ali previstas, produz efeito sobre o comportamento dos acionistas minoritários, cujo exercício do direito de recesso altera as condições financeiras da própria operação avaliada (BRASIL, 1976). A avaliação, longe de ocupar posição exterior ao processo, é momento constitutivo dele. A performatividade que MacKenzie (2006) documentou nos modelos de precificação de derivativos manifesta-se aqui com intensidade maior, porque o modelo não apenas informa a decisão dos agentes, mas constitui o objeto sobre o qual decidem.

A reflexividade inviabiliza a aplicação de critérios de significância formulados sob o pressuposto de que a proposição e seu objeto ocupam planos distintos. Não é possível verificar a proposição segundo a qual determinada operação criará sinergias de certa magnitude, porque a proposição participa da produção de seu valor de verdade; o primeiro artigo do programa mostrou que, nesse regime, o critério de Minnesota é trivialmente satisfeito e perde poder discriminante. É possível, contudo, avaliá-la sob critérios distintos: perguntar que capacidade cognitiva ela gera, que conexões torna visíveis, que dimensões da realidade organizacional desnaturaliza e se mantém fecundidade quando as condições que a originaram se transformam. As quatro perguntas são as dimensões constitutivas do Excedente Epistêmico, e sua aplicabilidade a um domínio em que os critérios clássicos falham por construção é, ela própria, indício da fecundidade da categoria.

4 OS DETERMINANTES DA REPARTIÇÃO

4.1 Uma advertência de estatuto

Os instrumentos que esta seção mobiliza são os da teoria formal da negociação e da economia da informação, e cabe fixar de antemão o estatuto com que são mobilizados. O terceiro artigo do programa mostrou que os termos centrais desses instrumentos — as preferências sobre alternativas não oferecidas, as crenças em conjuntos de informação que o equilíbrio torna inacessíveis, o conhecimento comum — carecem de base observacional autônoma, e que o comportamento observado não identifica a combinação de preferências e crenças que o produziu. Não se pretende, portanto, que os modelos aqui invocados permitam medir θ ou κ numa operação determinada. Pretende-se algo mais modesto e, para o argumento, suficiente: que eles identifiquem a natureza das grandezas de que a repartição depende, e que essa natureza é, em todos os casos, a de posições das partes e não a de

propriedades do excedente. A proposição que a seção sustenta é, por isso, de separação e não de mensuração.

4.2 A solução de Nash e o ponto de desacordo como valor autônomo

A solução de Nash (1950) para o problema da barganha estabelece que, satisfeitos os axiomas de eficiência, invariância a transformações afins da utilidade, simetria e independência de alternativas irrelevantes, existe solução única, que maximiza o produto dos ganhos das partes relativamente ao ponto de desacordo. A tradução para o domínio das operações societárias é direta. O excedente cooperativo a repartir é $S + \tau$; o ponto de desacordo de cada parte é o que obteria caso a operação não se realizasse: o valor autônomo da respectiva entidade sob a gestão corrente ou, se superior, o valor de sua melhor alternativa. Com utilidade transferível, o valor autônomo desloca o nível do preço sem alterar a fração do excedente que cabe a cada parte; o que altera a repartição são os pesos que a forma assimétrica da solução atribui ao poder de negociação e as alternativas externas que excedem o valor autônomo, cujo papel Binmore, Rubinstein e Wolinsky (1986) precisaram. O prêmio de controle corresponde, nessa leitura, a $\theta(S + \tau)$, acrescido de κ quando há sobrepagamento.

A correspondência entre o ponto de desacordo de Nash e a melhor alternativa a um acordo negociado, na formulação de Fisher e Ury (1981), permite dar estatuto formal a proposição que a prática negocial enuncia intuitivamente: o poder de barganha não deriva da dimensão nominal das partes, mas da qualidade de suas alternativas fora do acordo. Uma companhia de porte modesto que dispõe de proponentes alternativos críveis apropria-se de parcela maior do excedente do que companhia de porte superior cuja situação financeira ou pressão acionária torna a alternativa autônoma inviável. A consequência analítica é a que interessa: a repartição do excedente é determinada por grandezas que nada informam sobre sua magnitude.

4.3 Rubinstein e a impaciência como determinante distributivo

A formalização dinâmica de Rubinstein (1982) aprofunda a consequência. No modelo de ofertas alternadas com desconto intertemporal, a divisão do excedente em equilíbrio perfeito é determinada pelas taxas de impaciência relativas: a parte mais paciente apropria-se da parcela maior, e, quando o intervalo entre ofertas tende a zero, θ tende à razão entre a taxa de desconto do adquirente e a soma das taxas das duas partes. Transposta ao domínio societário, a proposição ilumina arranjos contratuais cuja função a literatura jurídica descreve

sem explicar. As cláusulas de exclusividade, os prazos de vigência das propostas, as datas-limite de consumação, o custo do financiamento comprometido cuja carta de compromisso tem validade determinada, a pressão do calendário societário e a proximidade do vencimento de obrigações financeiras operam como determinantes da impaciência de cada parte, e portanto como determinantes distributivos.

A observação vale com nitidez particular para as operações que envolvem empresas em dificuldade financeira. O vendedor cuja tesouraria não sustenta a continuidade das operações por prazo superior a poucos meses possui impaciência elevada e apropria-se de parcela reduzida do excedente, ainda que a magnitude estrutural do excedente seja substancial. A confusão entre as duas dimensões produz, nessa hipótese, o diagnóstico equivocado segundo o qual a empresa vendida valia pouco, quando a proposição correta é que a empresa vendida integrava combinação que produzia excedente relevante do qual não pôde apropriar-se.

4.4 Informação privada: seleção adversa e sinalização

A economia da informação fornece o segundo conjunto de instrumentos. A análise de Akerlof (1970) sobre a seleção adversa em mercados com qualidade não observável explica por que a existência de ganhos potenciais de troca não assegura sua realização: se o comprador não distingue ativos de qualidade elevada de ativos de qualidade reduzida, oferece preço correspondente à qualidade média esperada, o que induz a retirada dos vendedores de ativos superiores e deteriora a qualidade média negociada. O arsenal contratual das operações societárias — declarações e garantias, indenizações específicas, retenções em conta vinculada, seguros de declarações e garantias, pagamentos contingentes ao desempenho futuro — é, sob essa leitura, conjunto de instituições destinadas a viabilizar a transferência crível de excedente epistêmico entre partes com informação assimétrica. O artigo sobre a percepção do homem cordial mostrou que o mesmo mecanismo, quando a qualidade é observável no interior das redes de relação e não no mercado anônimo, torna residual o segmento de transações entre partes independentes; no domínio societário, a consequência é que o preço das operações conduzidas em processo aberto pode subestimar sistematicamente o das operações conduzidas entre partes que se conhecem.

A análise da sinalização custosa de Spence (1973) complementa o quadro. A manutenção de participação relevante pelo vendedor após a operação, a permanência dos administradores no comando da entidade adquirida, o financiamento estruturado pelo próprio

vendedor e a aceitação de parcela substancial do preço em ações da adquirente operam como sinais cuja credibilidade decorre de seu custo diferencial: são sinais que o vendedor de ativo deficiente não teria interesse em emitir. O desenho desses arranjos é engenharia de credibilidade epistêmica, e sua análise pertence ao registro em que o Critério de Transparência Causal exige que os mecanismos postulados sejam publicamente expostos e refutáveis.

A seção pode ser resumida numa proposição de separação.

Proposição 2 (separação dos determinantes). Os determinantes do índice de apropriação identificados pela teoria da negociação e pela economia da informação — o ponto de desacordo e os pesos de poder de Nash, as taxas de impaciência de Rubinstein, a capacidade de compromisso de Schelling, a estrutura da informação privada de Akerlof e de Spence — são grandezas acerca das posições das partes e não acerca da matriz combinada da operação em questão. Nenhum deles figura na determinação de $\lambda(A^c)$ da combinação negociada, e $\lambda(A^c)$ não figura na determinação de nenhum deles; as alternativas externas das partes podem depender dos excedentes de outras combinações possíveis, mas não do excedente da combinação cuja repartição se negocia. Segue-se que a estimação de S a partir do preço, ou de θ a partir da razão de excedência, é categorialmente inválida, e que a pergunta sobre se uma operação criou ou destruiu valor, formulada a partir dos retornos das partes, responde à questão distributiva e não à estrutural.

A proposição é, no domínio da operação societária, instância do teorema de não-identificação do preço do artigo sobre percepção de valor, valor e preço, e do teorema da indeterminação distributiva que o capítulo 26 da tese estabeleceu para a renda epistêmica: em todos os níveis, as condições técnicas da produção não determinam a repartição sem fechamento distributivo exógeno. A exceção aparente, que a seção seguinte examina, é a dos dispositivos que, sendo instrumentos de repartição, alteram também o que se reparte.

5 A DUPLA NATUREZA DOS DISPOSITIVOS DE COMPROMISSO

A contribuição de Schelling (1960) introduz na análise elemento aparentemente paradoxal e analiticamente decisivo: em situações de negociação, restringir de modo crível as próprias opções aumenta o poder de barganha. A parte que demonstra não poder ceder — porque a concessão violaria deliberação do órgão societário competente, porque produziria precedente insustentável, porque foi publicamente descartada — obtém vantagem distributiva.

A prática das operações societárias é densamente povoada de tais dispositivos: muitas rescisórias, compromissos de exclusividade, declarações públicas de preço mínimo, planos de direitos de acionistas destinados a diluir adquirentes hostis, cláusulas de irrevogabilidade da proposta e compromissos de voto assumidos por acionistas controladores operam como tecnologias de compromisso no sentido preciso que Schelling formalizou.

O que a estrutura aqui proposta acrescenta é o reconhecimento de que esses dispositivos possuem dupla natureza. Como instrumentos distributivos, deslocam a repartição em favor de quem se compromete. Como instrumentos estruturais, podem reduzir o excedente, ao inviabilizarem combinações de maior produtividade em favor de combinação previamente comprometida.

Considere-se um alvo cujo sistema conceitual pode ser combinado com o de dois adquirentes possíveis, produzindo as matrizes A^{c1} e A^{c2} , com excedentes estruturais S_1 e S_2 em valor monetário. Suponha-se, para simplicidade, que não haja dissipação, que a transferência fiscal seja a mesma nas duas combinações e que estas sejam de escala comparável, de modo que a de menor raiz característica seja também a de maior excedente monetário. Suponha-se que o alvo celebre, antes de conhecer a proposta do segundo adquirente, compromisso de exclusividade com o primeiro, que eleva o índice de apropriação do alvo de θ_0 para $\theta_1 > \theta_0$ na negociação bilateral resultante, porque lhe confere, por exemplo, multa rescisória a seu favor ou prazo que onera a impaciência do adquirente.

Proposição 3 (compromisso redistributivo e compromisso destrutivo). O compromisso é puramente redistributivo se $S_1 \geq S_2$, caso em que não exclui combinação mais produtiva e apenas desloca a repartição de S_1 . É destrutivo se $S_2 > S_1$, caso em que exclui a combinação de menor raiz característica e reduz o excedente estrutural em $S_2 - S_1$; e, nesse caso, pode ainda ser do interesse do alvo celebrá-lo, se o ganho distributivo $(\theta_1 - \theta_0)S_1$ exceder a perda de apropriação $\theta_0(S_2 - S_1)$ que a exclusão lhe impõe. O critério de legitimidade do compromisso, do ponto de vista do interesse social, é, portanto, a comparação entre os excedentes estruturais das combinações excluídas e da combinação preservada, e não o ganho distributivo que o compromisso proporciona a quem o celebra.

A demonstração é aritmética, e o interesse da proposição está no critério que ela formula e no problema que ele revela. Os tribunais brasileiros e as instâncias regulatórias enfrentam recorrentemente a questão da legitimidade de dispositivos de proteção de operações sob a rubrica do dever de diligência dos administradores, e a questão é formulada, em regra,

na linguagem da maximização do preço. A proposição mostra que a linguagem é inadequada: um compromisso que maximiza o preço obtido pelo alvo pode ser destrutivo, e um compromisso que reduz o preço — como o de exclusividade exigido pelo adquirente — pode ser puramente redistributivo. O critério correto exige comparar S_1 e S_2 , isto é, estimar excedentes estruturais de combinações das quais uma não se realizou. É estimação contrafactual, sujeita a todas as dificuldades que o Texto para Discussão registrou, e a mais praticável das três estratégias ali propostas é a estimação ordinal por perfis, que não exige a magnitude dos excedentes, mas apenas sua ordenação. A proposição não resolve, portanto, o problema do juízo sobre compromissos; mostra que o problema tem estrutura determinada, e que a pergunta que o juízo deve formular não é a que hoje formula.

6 DISSIPACÃO, EXCEDENTE NEGATIVO E AS TRÊS ANOMALIAS

6.1 A maldição do vencedor como dissipação

A literatura de leilões de valor comum, desde Wilson (1977) e Milgrom e Weber (1982), estabelece que, quando múltiplos proponentes formulam estimativas independentes de um valor comum desconhecido, o vencedor é sistematicamente aquele cuja estimativa incorpora o maior erro positivo, de modo que a vitória constitui, ela própria, informação desfavorável sobre a adequação da estimativa vencedora. A aplicação aos processos competitivos de venda de empresas é conhecida. O que a estrutura aqui proposta acrescenta é a localização precisa do fenômeno na decomposição do prêmio: o vencedor que não corrige sua estimativa pela informação contida na própria vitória paga preço que excede a parcela do excedente que a negociação lhe teria atribuído, e o excesso é, por definição, a dissipação κ .

A formulação qualitativa da transposição, que o plano de trabalho previa e que precedeu a formalização do primeiro artigo do programa, caracterizava a operação afetada pela maldição do vencedor como operação de excedente epistêmico negativo. A formalização obriga a corrigir a caracterização, e a correção é consequente. A maldição do vencedor não altera a matriz combinada: a combinação pode ser estruturalmente produtiva, com raiz característica inferior à maior das raízes das entidades isoladas e $S > 0$, e ainda assim o adquirente sofrer perda, porque $\kappa > (1 - \theta)(S + \tau)$. O que a maldição do vencedor produz é transferência do adquirente para o vendedor, não destruição de capacidade produtiva. O excedente estrutural negativo é outra coisa: é a situação em que a combinação eleva a raiz característica acima da das entidades isoladas, de sorte que o sistema resultante produz,

relativamente ao que consome, menos do que os sistemas separados produziam — o choque cultural cuja formulação espectral o primeiro artigo estabeleceu. Registre-se que, quando os valores são específicos ao par, como a seção 3.1 sustentou, o erro de estimação que produz a maldição do vencedor pode ter efeito adicional: selecionar par de maior raiz característica e reduzir o excedente da combinação vencedora. É o caso em que as duas etiologias se combinam.

Proposição 4 (duas etiologias da destruição de valor). A perda do adquirente numa operação, $G < 0$, pode resultar de dissipação, $\kappa > (1 - \theta)(S + \tau)$ com $S \geq 0$, ou de excedente estrutural negativo, $S < 0$, isto é, de combinação cuja raiz característica excede a maior das raízes das entidades isoladas, quando não compensado pela transferência fiscal; as duas causas podem coexistir. As duas etiologias são observacionalmente equivalentes a partir de G ; a soma $P + G = S + \tau$ separa-as em princípio, porque a dissipação se cancela na soma e o excedente negativo não, mas a separação exige conhecer τ , o que a estrutura de valor presente ajustado permite pela via documental. As etiologias exigem remédios distintos: a primeira, disciplina de preço e correção da estimativa pela informação contida na vitória; a segunda, revisão da própria tese de combinação, que nenhuma disciplina de preço corrige.

A proposição tem consequência para a prática da avaliação posterior de operações. O teste de recuperabilidade do ágio, que o primeiro artigo identificou como o único mecanismo de refutação diferida operante na prática contábil, reconhece a perda sem discriminar sua etiologia: a baixa do ágio registra que o preço pago excedeu o valor recuperável, e é compatível tanto com dissipação quanto com excedente estrutural negativo. A discriminação exigiria que a documentação da operação registrasse, no momento da aquisição, os mecanismos de sinergia e os custos de integração previstos, de modo que a verificação posterior pudesse apontar se a perda decorre do preço ou da combinação — exigência que o Critério de Transparência Causal formula e que a seção 8 retoma.

6.2 O teorema de Myerson e Satterthwaite e o excedente inapropriável

O resultado de impossibilidade de Myerson e Satterthwaite (1983) fornece a peça formal decisiva para a terceira anomalia que a literatura registra, a não realização de operações eficientes. O teorema demonstra que, em negociação bilateral com informação privada de ambos os lados acerca dos valores de reserva, não existe mecanismo simultaneamente eficiente, compatível com incentivos, individualmente racional e equilibrado orçamentariamente. Traduzido para o domínio aqui examinado: existem operações que

produziriam excedente positivo e que não se realizam, não por erro dos agentes nem por imperfeição sanável do desenho contratual, mas por razão estrutural relativa à distribuição da informação privada. O excedente existe e é inapropriável. O resultado supõe valores privados independentes, suportes sobrepostos e negociação bilateral; em processos com muitos proponentes a ineficiência se atenua, e é na negociação bilateral — frequente nas operações negociadas entre controladores — que o teorema tem pleno alcance.

A estrutura aqui proposta acrescenta ao teorema um agravante de natureza epistêmica. O teorema supõe que cada parte conheça seu próprio valor de reserva e ignore o da outra; supõe, portanto, que ambas avaliem o mesmo objeto em linguagem comum, variando apenas a informação. A seção 3 mostrou que a assimetria relevante é também de capacidade interpretativa: cada parte avalia o ativo sob categorias que a outra não compartilha, e a ausência de linguagem comum impede que o excedente potencial se torne objeto de acordo mesmo quando a informação é partilhada. A incomensurabilidade parcial entre sistemas conceituais, cuja raiz filosófica está na crítica de Quine (1951) à separabilidade entre significado e crença, opera, assim, como fonte adicional de inapropriabilidade, que nenhum mecanismo de revelação de informação elimina, porque o que falta não é informação, mas tradução. Na linguagem do modelo, os blocos de acoplamento da matriz combinada, que registram o trabalho de tradução entre sistemas, existem já na fase da negociação, antes de qualquer integração, e o custo que representam pode bastar para que a operação não se realize.

6.3 As três anomalias reinterpretadas

A separação entre produção e apropriação, a distinção entre dissipação e excedente estrutural negativo e o teorema de Myerson e Satterthwaite permitem reinterpretar as três anomalias enunciadas na introdução.

A primeira anomalia — a assimetria entre os retornos anormais do alvo e os da adquirente — deixa de constituir evidência de que as operações destroem valor e passa a constituir evidência sobre o padrão de repartição. Os retornos anormais do alvo e do adquirente, tomados separadamente, capturam a revisão das expectativas de mercado acerca da parcela do excedente de que cada parte se apropriará; sua soma capta a magnitude do excedente acrescida da transferência fiscal, e não o excedente estrutural. Retornos combinados negativos, como os que Moeller, Schlingemann e Stulz (2005) registraram para a onda de aquisições de 1998 a 2001, em que as perdas dos adquirentes excederam os ganhos dos alvos, indicam, por sua vez, excedente estrutural negativo não compensado pela

transferência fiscal — a segunda etiologia da Proposição 4 —, e não dissipação, que se cancela na soma. Um resultado em que o alvo captura integralmente o excedente é compatível com razão de excedência elevada, como o Corolário 3.1 do primeiro artigo estabeleceu a propósito de Grossman e Hart (1980), e a leitura que dele extrai a destruição de valor confunde a grandeza distributiva com a estrutural. O teste adequado da produtividade estrutural de uma operação não é o retorno no anúncio, mas a trajetória posterior das dimensões constitutivas do excedente, cuja mensuração exige instrumentos que a metodologia de estudos de evento não fornece e que o Texto para Discussão começou a construir.

A segunda anomalia — a recorrência de operações que destroem valor apesar de diligência tecnicamente sofisticada — recebe explicação em dois registros, que a Proposição 4 distingue. No registro distributivo, a maldição do vencedor explica por que o adquirente transfere ao vendedor, no preço, parcela superior à que a negociação atribuiria ao vendedor. No registro estrutural, a Proposição 2 de Couto Ramos (2026b) explica por que a diligência sofisticada não impede o excedente negativo: sendo decomposicional por desenho, ela estima as entidades separadamente e não estima a raiz característica da combinação, que é a grandeza de que a produtividade depende. A sofisticação da diligência é sofisticação na estimação da grandeza errada.

A terceira anomalia — a não realização de operações eficientes — converte-se, pelo teorema de Myerson e Satterthwaite e por seu agravante epistêmico, de anomalia a explicar por atrito ou irracionalidade em consequência derivável da estrutura informacional e conceitual da negociação.

7 A REESTRUTURAÇÃO COMO CASO-LIMITE

A recuperação judicial é o caso-limite da disputa epistêmica aqui descrita, e o regime brasileiro instituído pela Lei nº 11.101, de 2005, na redação conferida pela Lei nº 14.112, de 2020, oferece material particularmente rico (BRASIL, 2005, 2020). O ponto de desacordo dos credores é, formalmente, o valor que obteriam na falência; o excedente a repartir é a diferença entre o valor da empresa em continuidade e o valor de liquidação. Ambas as grandezas são produzidas por laudos — o artigo 53 exige que o plano seja acompanhado de laudo econômico-financeiro e de avaliação dos bens e ativos —, e a devedora detém posição epistêmica estruturalmente privilegiada na produção de ambos. A assimetria informacional não é aqui acidente sanável por diligência; é característica constitutiva do procedimento. O primeiro artigo do programa mostrou, adicionalmente, que os dois termos da comparação

possuem ancoragem empírica sistematicamente assimétrica, porque o valor em continuidade incorpora valor terminal não ancorado e o valor de liquidação refere-se a ativos individualmente identificáveis, e que a assimetria opera em favor da continuidade.

Os instrumentos que o regime oferece são, sob a leitura aqui adotada, tecnologias de produção e de repartição de excedente epistêmico. A alienação de unidade produtiva isolada, prevista no artigo 60, com a ausência de sucessão nas obrigações do devedor, opera como dispositivo destinado a permitir que ativos produtivos migrem para sistemas conceituais capazes de deles extrair excedente superior, dissociando a migração do passivo que a inviabilizaria: é instrumento estrutural, que atua sobre a matriz combinada. O financiamento previsto no artigo 69-A opera como injeção de recursos condicionada a garantia privilegiada, isto é, como redefinição do ponto de desacordo dos credores existentes: é instrumento distributivo. A votação por classes, disciplinada pelos artigos 41 e 45, converte a negociação bilateral em negociação multilateral com coalizões, e o mecanismo de aprovação alternativa do artigo 58, parágrafo primeiro, restringe o poder de veto de classes minoritárias, isto é, constitui intervenção deliberada do legislador na repartição. O procedimento combina, assim, instrumentos das duas naturezas, e a Proposição 3 aplica-se a ele: a proteção conferida a determinada proposta de aquisição de unidade produtiva, quando exclui propostas de combinação mais produtiva, é compromisso destrutivo, ainda que eleve a recuperação dos credores na proposta preservada.

A análise produz proposição normativa que o primeiro artigo do programa formulou como insuficiência do teste de liquidação e que aqui se completa. Se a finalidade do procedimento é a preservação da empresa e de sua função social, nos termos do artigo 47, o critério de avaliação do plano não pode limitar-se à comparação entre o que cada credor recebe e o que receberia na falência, que responde apenas à questão distributiva. Deve incluir a avaliação da razão de excedência da configuração proposta. Planos que satisfazem o teste distributivo e falham no teste estrutural — porque a reorganização apenas difere a insolvência sem alterar as condições que a produziram — são os que o procedimento deveria rejeitar e que, na ausência de critério estrutural explícito, tende a homologar. A recomendação executável, na linha do primeiro artigo, é que o plano identifique explicitamente os mecanismos pelos quais a capacidade de geração de caixa será recuperada, com decomposição por prazo e verificação posterior, e que o laudo divulgue o índice de ancoragem de ambos os valores comparados.

8 OS SEIS CRITÉRIOS APLICADOS

O Critério de Significância Estrutural-Relacional rejeita, como a seção 3.1 estabeleceu, a ontologia atomística implícita na noção de valor como atributo do ativo. Sua aplicação exige que todo enunciado avaliatório especifique a configuração relacional sob a qual o valor é determinado, e converte a multiplicidade de avaliações divergentes em estrutura do objeto. A consequência prática é que a exigência regulatória de laudo único, dirigida à proteção do acionista minoritário, pode produzir efeito epistêmico contrário ao pretendido, ao suprimir a informação contida na divergência entre avaliações feitas sob configurações distintas.

O Critério de Adequação Hegemônica dirige-se às convenções avaliatórias e revela nelas sedimentação de relações de poder que a apresentação técnica oculta. A construção da taxa de desconto aplicável a ativos localizados em economias periféricas mediante adição de prêmio de risco-país a uma taxa livre de risco definida no centro, a seleção de empresas comparáveis em mercados que não partilham as condições institucionais do mercado avaliado e a denominação da análise em moeda estrangeira são escolhas cuja neutralidade é presumida. O critério não afirma que essas convenções sejam arbitrárias; afirma que são convenções no sentido que Lewis (1969) formalizou e que o capítulo 30 da tese incorporou ao aparato, e que sua estabilidade decorre de sua condição de conhecimento comum e não de adequação empírica demonstrada. O primeiro artigo do programa mostrou que a cunha epistêmica que essas convenções incorporam incide predominantemente sobre a parcela não ancorada do valor, e o presente artigo acrescenta que ela opera também sobre a repartição: a convenção que reduz o valor autônomo atribuído ao alvo periférico rebaixa seu ponto de desacordo e, com ele, o nível do preço pelo qual a negociação se conclui. A transferência que a cunha realiza não permanece, assim, no plano da avaliação: realiza-se na transação, e sua mensuração integra a agenda que o Texto para Discussão formulou.

O Critério de Sustentabilidade Sistêmica dirige-se às condições de reprodução da configuração resultante. Estruturas de capital que comprometem, no serviço da dívida contraída para financiar a própria aquisição, parcela do fluxo operacional incompatível com a manutenção do investimento produtivo satisfazem o teste de viabilidade financeira de curto prazo e falham no teste de reprodução, e a análise de Minsky (1986) sobre a passagem de posturas financeiras cobertas a posturas especulativas e Ponzi fornece o aparato para a distinção. Práticas de distribuição extraordinária financiada por endividamento e de alienação

de ativos operacionais para amortização de dívida de aquisição são, sob o critério, formas de conversão de excedente estrutural futuro em apropriação distributiva presente — conversão que, na linguagem do modelo, eleva os coeficientes de requisito da matriz combinada e reduz sua razão de excedência.

O Critério de Ressonância Democrática dirige-se ao conjunto de sujeitos afetados pela operação e excluídos de sua avaliação. Trabalhadores, fornecedores dependentes, comunidades territorialmente vinculadas à atividade e credores dispersos são afetados por decisões cuja fundamentação técnica lhes é inacessível e cujos pressupostos não lhes são submetidos. O critério não exige que tais sujeitos deliberem sobre a operação; exige que as consequências distributivas sejam explicitadas em linguagem que lhes permita contestá-las. O regime brasileiro contém dispositivos nessa direção — o controle prévio de atos de concentração pela autoridade antitruste, nos termos da Lei nº 12.529, de 2011 (BRASIL, 2011), e a participação dos credores trabalhistas como classe autônoma na recuperação judicial (BRASIL, 2005) —, e sua avaliação sob o critério constitui agenda específica.

O Critério de Legitimidade Normativa exige a explicitação dos compromissos valorativos apresentados como consequências técnicas. A escolha do valor para o acionista como métrica de avaliação da operação, a definição do horizonte temporal do modelo, o tratamento de externalidades como fatores extraeconômicos e a hierarquia de prioridades entre classes de credores na reorganização são decisões normativas substantivas. O critério não as condena; exige que sejam enunciadas como tais e submetidas a escrutínio, em lugar de circularem como resultados de análise neutra. A Proposição 3 fornece exemplo preciso: a escolha entre o critério do preço e o critério do excedente estrutural no juízo sobre dispositivos de proteção não é escolha técnica, mas escolha acerca de quais interesses o dever de diligência dos administradores protege.

O Critério de Transparência Causal exige que os mecanismos causais postulados sejam identificados, inteligíveis e refutáveis. Estimativas de sinergia que não especificam por qual mecanismo a redução de custos ou o incremento de receita será obtido, em que prazo e sob quais condições, não satisfazem o critério, e sua imunidade à refutação — assegurada pela ausência de acompanhamento posterior desagregado — aproxima-as das formulações que o empirismo lógico pretendia excluir do domínio do cognitivamente significativo. A Proposição 4 acrescenta a razão pela qual o acompanhamento desagregado é indispensável: sem ele, a perda posterior não discrimina entre dissipação e excedente estrutural negativo, e a prática

não aprende qual das duas etiologias a afligiu. É, entre as contribuições do artigo, a que o critério mais diretamente realiza.

9 O QUE A ESTRUTURA EXCLUI

Cabe o registro do que a estrutura exclui, sem o qual a análise não satisfaria a exigência que impõe aos objetos que examina.

A estrutura não sustenta que as operações societárias criem ou destruam valor. Sustenta que a pergunta, formulada nesses termos, confunde duas questões, e que cada uma delas admite resposta apenas quando separada da outra.

A estrutura não sustenta que os modelos de negociação e de informação sejam inúteis por carecerem de base observacional autônoma. Sustenta que eles identificam a natureza dos determinantes da repartição, e que essa identificação basta para a proposição de separação, embora não baste para a mensuração.

A estrutura não sustenta que os dispositivos de proteção de operações sejam ilegítimos. A Proposição 3 identifica a classe dos compromissos puramente redistributivos, cuja legitimidade é questão de repartição e não de eficiência, e a distingue da classe dos destrutivos.

A estrutura não sustenta que a maldição do vencedor e o choque cultural sejam fenômenos raros ou frequentes. Sustenta que são distintos, que o retorno do adquirente não os separa, e que a soma dos retornos e a documentação da operação, conjugadas, podem separá-los.

A estrutura não afirma, por fim, que a razão de excedência de uma operação seja mensurável com precisão. As três estratégias de estimação do Texto para Discussão produzem, isoladamente, ordenações e limites e não magnitudes, e o artigo mobiliza a razão de excedência como grandeza que ordena combinações e organiza a análise, não como número disponível.

10 CONDIÇÕES DE REFUTAÇÃO E CONCLUSÃO

A exigência que a estrutura impõe aos objetos que examina recai sobre ela própria, e cabe enunciar o que a refutaria.

A Proposição 1 é, em sua parte contábil, identidade; seu conteúdo empírico — a relevância dos custos de diligência dos derrotados relativamente ao excedente — seria refutado pela demonstração de que esses custos são desprezíveis, de sorte que o número de proponentes não afeta o excedente líquido das partes senão pela seleção da combinação vencedora. A estimação é executável com dados de processos competitivos em que os custos de assessoria dos proponentes sejam divulgados, o que ocorre em certas ofertas públicas concorrentes.

A Proposição 2 seria refutada pela exibição de determinante do índice de apropriação que dependa da matriz combinada — por exemplo, pela demonstração de que a capacidade de compromisso de uma parte é função do excedente estrutural da combinação. A Proposição 3 mostra que o inverso ocorre, isto é, que determinantes da repartição podem afetar o excedente; a refutação da Proposição 2 exigiria a direção oposta.

A Proposição 3 seria refutada, em sua parte substantiva, pela demonstração de que os compromissos de exclusividade não afetam a probabilidade de que propostas alternativas sejam formuladas. A literatura empírica sobre muitas rescisórias e cláusulas de proibição de solicitação examinou essa questão com resultados que não são unânimes, e a força da proposição, no domínio aplicado, depende de seu desfecho.

A Proposição 4 seria refutada pela demonstração de que as baixas de ágio se concentram em operações cuja documentação indicava custos de integração elevados, isto é, em operações de excedente estrutural negativo previsível, e não em operações de preço elevado relativamente aos comparáveis — ou o inverso. A proposição não afirma qual das etiologias prevalece; afirma que são distintas, e seria refutada pela demonstração de que uma delas é empiricamente vazia.

A agenda que o artigo deixa compõe-se de três frentes. A primeira é a construção de indicadores da razão de excedência de operações societárias que permitam sua comparação sistemática, pela aplicação das três estratégias do Texto para Discussão a amostra de operações brasileiras com documentação pública. A segunda é a análise empírica da transferência que a cunha epistêmica periférica realiza na transação, pelo rebaixamento do ponto de desacordo do alvo, com vistas a distingui-la da diferença de preço atribuível a riscos efetivamente distintos. A terceira é a avaliação do regime brasileiro de recuperação judicial sob o critério estrutural, examinando se os planos homologados satisfazem o teste de razão de excedência ou apenas o teste distributivo, e se as proteções conferidas a propostas de

aquisição de unidades produtivas isoladas foram, no sentido da Proposição 3, redistributivas ou destrutivas.

O artigo retornou ao domínio que o plano de trabalho nomeava e examinou a etapa que os trabalhos precedentes haviam deixado como incógnita. O resultado central é a separação entre a determinação estrutural do excedente de uma operação e a determinação distributiva de sua apropriação, e a consequência que dela se extrai é dupla. Por um lado, a teoria da negociação e a economia da informação são indispensáveis à compreensão da repartição e inteiramente silenciosas quanto à magnitude do que se reparte; a pergunta sobre se uma operação criou valor não pode ser respondida por elas, nem pelos dados de retorno que elas interpretam. Por outro lado, a separação não é absoluta: os dispositivos de compromisso, instrumentos de repartição, podem alterar o que se reparte, e é precisamente nesse ponto de contato que o juízo institucional sobre as operações precisa de critério que a analítica corrente não oferece. A persistente atribuição do fracasso das operações a erros de estimativa reflete, assim, confusão categorial entre um problema estrutural de produção e um problema distributivo de apropriação — e a superação da confusão exige, como todo o programa sustentou, critérios de significância sensíveis à natureza constitutiva e relacional do conhecimento que as operações mobilizam.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, George A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.

ANDRADE, Gregor; MITCHELL, Mark; STAFFORD, Erik. New evidence and perspectives on mergers. **Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 2, p. 103-120, 2001.

BETTON, Sandra; ECKBO, B. Espen; THORBURN, Karin S. Corporate takeovers. In: ECKBO, B. Espen (ed.). **Handbook of corporate finance: empirical corporate finance**. Amsterdam: North-Holland, 2008. v. 2, p. 291-429.

BINMORE, Ken; RUBINSTEIN, Ariel; WOLINSKY, Asher. The Nash bargaining solution in economic modelling. **The RAND Journal of Economics**, v. 17, n. 2, p. 176-188, 1986.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 dez. 1976.

BRASIL. Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 9 fev. 2005.

BRASIL. Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011. Estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 1 dez. 2011.

BRASIL. Lei nº 14.112, de 24 de dezembro de 2020. Altera as Leis nºs 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, 10.522, de 19 de julho de 2002, e 8.929, de 22 de agosto de 1994. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 24 dez. 2020.

CARNAP, Rudolf. Testability and meaning. **Philosophy of Science**, v. 3, n. 4, p. 419-471, 1936; v. 4, n. 1, p. 1-40, 1937.

CARNAP, Rudolf. The methodological character of theoretical concepts. In: FEIGL, Herbert; SCRIVEN, Michael (ed.). **Minnesota studies in the philosophy of science**. Minneapolis: University of Minnesota Press, 1956. v. 1, p. 38-76.

COUTO RAMOS, Miguel. **O problema da formulação de uma explicação adequada do critério de significado empírico**. 2018. Dissertação (Mestrado em Economia Política Internacional) — Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2018.

COUTO RAMOS, Miguel. **O problema da formulação de uma explicação adequada do critério de significado empírico: por uma epistemologia pragmática constitutiva da economia política internacional**. 2026a. Tese (Doutorado em Economia Política Internacional) — Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2026.

COUTO RAMOS, Miguel. **O valor terminal como problema de significado empírico: a Epistemologia Pragmática Constitutiva aplicada à avaliação por fluxos descontados e à estrutura APV**. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da UFRJ, 2026b. Artigo científico elaborado no âmbito do Programa Institucional de Pós-Doutorado.

COUTO RAMOS, Miguel. **Auditoria epistêmica da avaliação de ativos: quatro testes sobre o valor terminal e três estratégias de estimação da razão de excedência**. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da UFRJ, 2026c. (Texto para Discussão IE-UFRJ, n. 012/2026).

COUTO RAMOS, Miguel. **Expectativas como termos disposicionais: significado empírico, convenção e conflito distributivo nos regimes de metas de inflação e de crescimento**. Rio de

Janeiro: Instituto de Economia da UFRJ, 2026d. Artigo científico elaborado no âmbito do Programa Institucional de Pós-Doutorado.

COUTO RAMOS, Miguel. **A hierarquia inverificável**: significado empírico, ordem epistêmica e desenho de regras na negociação de conflitos societários. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da UFRJ, 2026e. Artigo científico elaborado no âmbito do Programa Institucional de Pós-Doutorado.

COUTO RAMOS, Miguel. **O comparável impossível**: significado empírico, campo de arbítrio e a compossibilidade dos modos de falha na avaliação de ativos imobiliários. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da UFRJ, 2026f. Artigo científico elaborado no âmbito do Programa Institucional de Pós-Doutorado.

COUTO RAMOS, Miguel. **Três grandezas e um só número**: percepção de valor, valor e preço na avaliação de negócios, ativos financeiros e ativos imobiliários. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da UFRJ, 2026g. Artigo científico elaborado no âmbito do Programa Institucional de Pós-Doutorado.

COUTO RAMOS, Miguel. **Percepção do homem cordial e as dinâmicas econômicas numa perspectiva epistemológica**. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da UFRJ, 2026h. Artigo científico elaborado no âmbito do Programa Institucional de Pós-Doutorado.

FISHER, Roger; URY, William. **Getting to yes**: negotiating agreement without giving in. Boston: Houghton Mifflin, 1981.

GROSSMAN, Sanford J.; HART, Oliver D. Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. **The Bell Journal of Economics**, v. 11, n. 1, p. 42-64, 1980.

HAWKINS, David; SIMON, Herbert A. Note: some conditions of macroeconomic stability. **Econometrica**, v. 17, n. 3-4, p. 245-248, 1949.

HAYWARD, Mathew L. A.; HAMBRICK, Donald C. Explaining the premiums paid for large acquisitions: evidence of CEO hubris. **Administrative Science Quarterly**, v. 42, n. 1, p. 103-127, 1997.

JENSEN, Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, Michael C.; RUBACK, Richard S. The market for corporate control: the scientific evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 11, n. 1-4, p. 5-50, 1983.

LEWIS, David. **Convention**: a philosophical study. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1969.

MACKENZIE, Donald. **An engine, not a camera**: how financial models shape markets. Cambridge, MA: MIT Press, 2006.

MALMENDIER, Ulrike; TATE, Geoffrey. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. **Journal of Financial Economics**, v. 89, n. 1, p. 20-43, 2008.

MILGROM, Paul R.; WEBER, Robert J. A theory of auctions and competitive bidding. **Econometrica**, v. 50, n. 5, p. 1089-1122, 1982.

MINSKY, Hyman P. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

MOELLER, Sara B.; SCHLINGEMANN, Frederik P.; STULZ, René M. Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 2, p. 757-782, 2005.

MYERSON, Roger B.; SATTERTHWAITE, Mark A. Efficient mechanisms for bilateral trading. **Journal of Economic Theory**, v. 29, n. 2, p. 265-281, 1983.

NASH, John F. The bargaining problem. **Econometrica**, v. 18, n. 2, p. 155-162, 1950.

QUINE, Willard Van Orman. Two dogmas of empiricism. **The Philosophical Review**, v. 60, n. 1, p. 20-43, 1951.

ROLL, Richard. The hubris hypothesis of corporate takeovers. **The Journal of Business**, v. 59, n. 2, p. 197-216, 1986.

ROMER, Paul M. Endogenous technological change. **Journal of Political Economy**, v. 98, n. 5, p. S71-S102, 1990.

RUBINSTEIN, Ariel. Perfect equilibrium in a bargaining model. **Econometrica**, v. 50, n. 1, p. 97-109, 1982.

SHELLING, Thomas C. **The strategy of conflict**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1960.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Stock market driven acquisitions. **Journal of Financial Economics**, v. 70, n. 3, p. 295-311, 2003.

SPENCE, Michael. Job market signaling. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 87, n. 3, p. 355-374, 1973.

SRAFFA, Piero. **Production of commodities by means of commodities**: prelude to a critique of economic theory. Cambridge: Cambridge University Press, 1960.

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO. Conselho de Ensino para Graduados. **Resolução CEPG nº 04/2018**: institui o Programa Institucional de Pós-Doutorado da UFRJ. Rio de Janeiro, 2018.

WILSON, Robert. A bidding model of perfect competition. **The Review of Economic Studies**, v. 44, n. 3, p. 511-518, 1977.