

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
CURSO DE DIREITO

Vitória Ferreira Vargas da Silva

(Des) vantagens da cláusula MAC nos contratos de M&A

Florianópolis
2022

Vitória Ferreira Vargas da Silva

(Des) vantagens da cláusula MAC nos contratos de M&A

Trabalho Conclusão do Curso de Graduação em Direito do Centro de Ciências Jurídicas da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito para a obtenção do título de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Dr. André Lipp Pinto Basto Lupi

Florianópolis

2022

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Silva, Vitória Ferreira Vargas da
(Des)vantagens da cláusula MAC nos contratos de M&A /
Vitória Ferreira Vargas da Silva ; orientador, Prof. Dr.
André Lipp Pinto Basto Lupi , 2022.
67 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro de Ciências
Jurídicas, Graduação em Direito, Florianópolis, 2022.

Inclui referências.

1. Direito. 2. Direito Empresarial. 3. Fusões e
Aquisições. 4. Contratos. 5. Cláusula MAC. I. Lipp Pinto
Basto Lupi , Prof. Dr. André . II. Universidade Federal
de Santa Catarina. Graduação em Direito. III. Título.



SERVIÇO PÚBLICO FEDERAL
UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA – UFSC
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
CAMPUS UNIVERSITÁRIO REITOR JOÃO DAVID FERREIRA LIMA - TRINDADE
CEP: 88040-900 - FLORIANÓPOLIS - SC
TELEFONE (048) 3721-9292 - FAX (048) 3721-9815
E-mail: ccgd@ccj.ufsc.br

TERMO DE APROVAÇÃO DE TCC

O presente Trabalho de Conclusão de Curso, intitulado **(Des)vantagens da cláusula MAC nos contratos de M&A**, elaborado pela acadêmica Vitória Ferreira Vargas da Silva defendido nesta data e aprovado pela Banca Examinadora composta pelos membros abaixo assinados, obteve aprovação com **nota 10 (dez)**, cumprindo o requisito legal previsto no art. 10 da Resolução nº 09/2004/CES/CNE, regulamentado pela Universidade Federal de Santa Catarina, através da Resolução nº 01/CCGD/CCJ/2014.

Florianópolis, 22 de Julho de 2022.



Documento assinado digitalmente

Andre Lipp Pinto Basto Lupi

Data: 22/07/2022 18:45:03-0300

CPF: 910.392.409-25

Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

Prof. Dr. André Lipp Pinto Basto Lupi
Professor Orientador



Documento assinado digitalmente

Carolina Lanzini Scatolin

Data: 25/07/2022 10:13:47-0300

CPF: 057.361.359-14

Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

Carolina Lanzini Scatolin
Membro de Banca



Documento assinado digitalmente

MURILO CRISTIAN ARAUJO BELEM

Data: 25/07/2022 10:52:16-0300

CPF: 011.312.232-25

Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

Murilo Cristian Araújo Belém
Membro de Banca



SERVIÇO PÚBLICO FEDERAL
UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA – UFSC
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
CAMPUS UNIVERSITÁRIO REITOR JOÃO DAVID FERREIRA LIMA - TRINDADE
CEP: 88040-900 - FLORIANÓPOLIS - SC
TELEFONE (048) 3721-9292 - FAX (048) 3721-9815
E-mail: ccgd@ccj.ufsc.br

TERMO DE RESPONSABILIDADE PELO INEDITISMO DO TCC E ORIENTAÇÃO IDEOLÓGICA

Aluna: Vitória Ferreira Vargas da Silva

RG: 5.948.007

CPF: 056.212.929-44

Matrícula: 17203477

Título do TCC: (Des)vantagens da cláusula MAC nos contratos de M&A

Orientador (a): Prof. Dr. André Lipp Pinto Basto Lupi

Eu, Vitória Ferreira Vargas da Silva acima qualificada; venho, pelo presente termo, assumir integral responsabilidade pela originalidade e conteúdo ideológico apresentado no TCC de minha autoria, acima referido.

Florianópolis, 22 de Julho de 2022.



Documento assinado digitalmente

VITORIA FERREIRA VARGAS DA SILVA

Data: 22/07/2022 13:26:11-0300

CPF: 056.212.929-44

Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

Vitória Ferreira Vargas da Silva

Dedico este trabalho aos meus pais e maiores incentivadores, minha família, meu namorado pelo carinho e aos meus amigos e colegas de classe pelo companheirismo durante a jornada na universidade.

RESUMO

Este estudo tem por objetivo realizar uma análise aprofundada e crítica da cláusula MAC - *Material Adverse Change clause* - frequentemente presente em contratos de M&A. Trata-se de provisão que dá a parte compradora a possibilidade de término da operação ou possibilidade de renegociar condições pactuadas. São cláusulas com potencial litigioso, logo, demandam cuidado especial na sua adoção e elaboração que deve considerar as peculiaridades de cada operação. Dessa forma, parte-se de uma investigação do conceito, objetivos e estrutura da MAC, à análise de casos nos quais debateu-se sua aplicação para demonstrar que a caracterização do efeito material adverso é bastante complexa. O intuito desse trabalho é dissertar sobre as vantagens e desvantagens dessas cláusulas no contexto dos contratos de M&A.

Palavras-chave: M&A; fusões e aquisições; contratos; adversidade contratual; cláusula MAC.

ABSTRACT

This study aims to accomplish a deep and critical analysis of MAC clause - Material Adverse Change clause - often present in M&A agreements. These are clauses that give the acquiring party the possibility of terminating the transaction or the possibility of renegotiating conditions agreed upon. These are potentially litigious clauses; therefore, special care must be taken in their adoption and elaboration, which must consider the peculiarities of each operation. It starts with an investigation of the MAC concept, objectives and structure to the analysis of cases in which its application is debated to demonstrate that the characterization of the adverse material effect is quite complex. The purpose of this work is to reveal the advantages and disadvantages of these clauses in the context of M&A agreements.

Keywords: M&A; mergers and acquisitions; contracts; contractual adversity; MAC clause.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

APA - Asset Purchase Agreement

BACEN – Banco Central do Brasil

CADE - Conselho Administrativo de Defesa de Concorrência

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DEA – *Drug Enforcement Administration*

FDA – *Food and Drug Administration*

GOV - Governo Federal Brasileiro.

LOI – *Letter of Intends*

M&A – *Mergers and Acquisitions*

MAC –*Material Adverse Change clause*

MAE – *Material Adverse Effect clause*

MOU – *Memorandum of Understanding*

NDA – *Non Disclosure Agreement*

QSA - *Quota Subscription Agreement*

S.A – Sociedade Anônima

SPA - *Share Purchase Agreement*

SSA - *Share Subscription Agreement*

SUSEP – Superintendência de Seguros Privados

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
2 FUSÕES E AQUISIÇÕES	13
2.1 ESTRUTURAS DE M&A	19
2.1.1 Formas de Aquisição Indireta	20
2.1.2 Formas de Aquisição Direta	24
2.2 PROCESSO DE NEGOCIAÇÃO	25
2.2.1 Fase Pré Negocial	26
2.2.2 Auditoria	28
2.2.3 Contratos Definitivos	31
2.3 <i>INTERIM PERIOD</i>	33
3 A CLÁUSULA MAC	34
3.1 ORIGEM E DEFINIÇÃO	34
3.2 ESTRUTURA.....	36
3.2.1 Os Formatos de MAC	36
3.2.2 A amplitude da MAC	38
3.3 A CARACTERIZAÇÃO DO EFEITO MATERIAL ADVERSO.....	40
3.3.1. Eventos	40
3.3.2. A Interpretação da ‘Materialidade’	40
4 INTERSECÇÕES ENTRE A MAC E O DIREITO BRASILEIRO	48
4.1 A FORÇA DOS CONTRATOS E ALOCAÇÃO DE RISCOS NO DIREITO BRASILEIRO.....	48
4.2 O PARALELO COM A TEORIA DA IMPREVISÃO	50
5 CONSEQUÊNCIAS	52
5.1 ALOCAÇÃO DE RISCOS FUTUROS	52
5.2 DIFÍCIL APLICAÇÃO	53
5.3 A MAC COMO ESTRATÉGIA	55
5.4 PODER DE BARGANHA	57
6 CONCLUSÕES	59
REFERÊNCIAS	61

1 INTRODUÇÃO

O âmbito empresarial e econômico passa por constantes transformações. Seja pelo advento de crises financeiras, locais e internacionais, instabilidades políticas, desastres naturais, guerras, crises sanitárias, a exemplo da recente pandemia, dentre outros fatores capazes de alterar as circunstâncias para aqueles que empreendem e acabam precisando se adequar a novos cenários, muitas vezes, de forma necessariamente célere.

Essas mudanças podem ocasionar decisões comerciais que, por vezes, são impulsionadas por cenários adversos como o vivido recentemente pela pandemia do Covid-19, que impactou a economia mundial e refletiu na atividade empresarial, pressionando empresários à tomada de decisões no intuito de preservar a saúde de seus negócios.

É nesse ambiente instável que os empresários, fundos de investimentos e demais participantes do mercado das mais diversas áreas, realizam operações de fusões e aquisições.

Esse universo é multidisciplinar¹ e do ponto de vista jurídico abrange diversas áreas dentre as quais:

- a) Direito Empresarial e Societário, imprescindível para estruturar as operações e relações concernentes aos sócios das empresas envolvidas;
- b) Direito Tributário, relacionado com a busca do melhor arranjo fiscal para a operação;
- c) Direito imobiliário, para eventual avaliação de imóveis que participarão da negociação; e,
- d) Direito contratual, no tocante as contratualizações propriamente ditas.

O ambiente contratual das operações de M&A é visivelmente rico, diante do grande desafio da área que é a quantidade de variáveis que permeiam essas operações, muitas das quais imprevisíveis. O número de variáveis relacionadas a estas operações as tornam mais complexas e extensas de forma que a sua efetivação não é uma tarefa fácil, como aponta Freund²: “acabar com um negócio não é problema algum, mas é preciso real habilidade para juntar as peças de uma aquisição difícil e completá-la de maneira que satisfaça todas as partes”.

¹SANTOS, Pedro Henrique Pozza Urnau. Fusões e Aquisições: Uma Breve Contextualização. **Revista Unifacs**, n. 211, 2018. Disponível em: <https://revistas.unifacs.br/index.php/redu/article/view/5226/3342>. Acesso em 13 jun. 2022.

²FREUND, James C. **Anatomy of a merger**: strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions. Nova Iorque: Law Journal Press, 1975, p.2. [No original: “to call off a deal is no trouble at all, but it requires some real ability to hold together the pieces of a difficult acquisition and accomplish it in a way that satisfies all parties”].

Nesse sentido, quanto mais bem elaborados os instrumentos contratuais, mais capazes são de colaborar para a solução de entraves negociais³, além de ajudar as partes a trafegar pelo universo empresarial e econômico com mais tranquilidade, pois contratos claros e conexos que sustentam os interesses das partes são capazes de tornar as operações mais sólidas.

É nesse contexto que o presente trabalho se propõe a investigar uma espécie de cláusula contratual conhecida como ‘Cláusula MAC’ ou ‘Cláusula MAE’, utilizada na alocação de riscos entre as partes contratantes nas operações de M&A.

A cláusula MAC - *Material Adverse Change clause* - é também conhecida no âmbito do M&A como cláusula MAE - *Material Adverse Effect clause* - e embora a expressão "efeito material adverso" (MAE) seja mais largamente utilizada em instrumentos contratuais, a MAC e a MAE são geralmente compreendidas como sinônimos⁴, motivo pelo qual, destacamos que a terminologia MAC será utilizada deste ponto em diante para designar ambas as cláusulas.

A cláusula MAC é uma espécie de cláusula contratual utilizada nos contratos de M&A e, logo, integra o arcabouço jurídico dessas operações⁵. Trata-se de um esforço da prática contratual para organizar o rumo dessas operações na ocorrência de eventos imprevisíveis, mitigando os riscos para as partes. Sua relevância é grande quando estamos diante de situações como os recentes acontecimentos na Ucrânia⁶.

Trata-se de uma convenção entre as partes sobre a alocação de riscos durante o período entre a assinatura do contrato e o fechamento da operação no decorrer do qual as condições precedentes — condições necessárias para que a conclusão da operação seja possível — precisam ser contempladas.

Com relação ao seu objetivo é, notoriamente, o de proporcionar alternativas ao comprador, na ocorrência de eventuais alterações na empresa-alvo (*target*) que comprometem o interesse do adquirente na operação. Dessa forma, a previsão de uma cláusula MAC nas operações de M&A tem o condão de permitir a renegociação das condições pactuadas ou, ainda,

³BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. São Paulo: Editora Saraiva, 2017

⁴MILLER, Robert T. **The Economics of Deal Risk**: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements, v. 50, Wm. & Mary L. Rev., 2009. Disponível em: <https://scholarship.law.wm.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1093&context=wmlr> Observar também: <https://www.fiscallsolucoes.com.br/blog/post/m-clausula-de-mac-e-mae-o-que-sao-e-quando-devem-ser-utilizadas>

⁵WALD, Arnaldo. **Fusão, Cisão, Incorporação e temas correlatos**. Editora Quartier Latin do Brasil, 2009.

⁶Recent developments on the use of MAC clauses in secondary transactions. Practices: Asset Management, Private Funds, Hedge Funds, Sponsor Representation, Investor Representation, Litigation, Government Enforcement / White Collar Criminal Defense. March 3, 2022. Time to Listen: 8:43. **Podcast**. Disponível em: <https://www.ropesgray.com/en/newsroom/podcasts/2022/March/Podcast-Recent-Developments-Use-MAC-Clauses-Secondary-Transactions>. Acesso em: 10 jul. 2022.

a desistência do negócio, se um ‘efeito adverso’ restar caracterizado, mitigando as consequências de episódios inesperados no âmbito da operação.

Em que pese seja uma provisão útil do ponto de vista empresarial, observa-se relativa escassez de debates jurídicos sobre as questões de M&A, cenário que, segundo Muniz⁷, deve-se a, pelo menos, três motivos.

O primeiro deles é o fato das operações de M&A, até então, se amoldarem em muito na legislação e prática comercial inglesa e americana. No Brasil já existem mecanismos jurídicos aplicáveis, porém, muitos deles ‘importados’ de contratos destes países, em especial, do Estado de Nova Iorque que, por se tratar de um dos centros comerciais do mundo, norteia várias das práticas de M&A, servindo de base para outros estados e até países.

O segundo motivo é a construção da prática de M&A se dar, ainda que não intencionalmente, ‘a portas fechadas’, ou seja, seu desenvolvimento se dá através de advogados especializados dentro de instituições financeiras ou equipes jurídicas internas, os quais têm pouca ou nenhuma ligação com as atividades acadêmicas e, por este motivo, não tem o costume de desenvolver material, artigos, livros sobre o tema.

A terceira e mais evidente razão dessa escassez é a dificuldade de acesso a discussões acerca da aplicação dessas cláusulas em casos concretos. Isso acontece porque várias das contratualizações envolvem quantias vultuosas (milionárias, quando não, bilionárias) e, portanto, os conflitos fruto dessas transações são altamente sigilosos, ocorrendo através de câmaras de arbitragem, o que resulta na falta de um conjunto de precedentes disponíveis para análise⁸.

Diante de todo o exposto e sabendo que, embora de difícil acesso, existem arbitragens discutindo problemas relacionados a Cláusulas MAC⁹, nota-se a importância de se estudar as características dessa cláusula e, se seu provisionamento, seria ou não, vantajoso no contexto dessas operações.

⁷MUNIZ, Joaquim de Paiva. **Introdução a arbitragem e M&A**: coletânea de artigos. Coletânea de artigos. [Curso Prático de Arbitragem] 2021. Disponível em: https://cparbitragem.com.br/wp-content/uploads/2021/04/Introdu%C3%A7%C3%A3o_%C3%A0_arbitragem_final.pdf. Acesso em: 22 maio 2022.

⁸*Ibid.*

⁹CLÁUSULAS MAC e MAE: Arbitragem em M&A. S.I: **Canal Arbitragem**, 2021. (10 min.), son., color. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=YK7gw4kfzhQ>. Acesso em: 10 jun. 2022.

2 FUSÕES E AQUISIÇÕES

A expressão Fusões e Aquisições identifica mais do que o conteúdo dos próprios termos técnicos empregados (fusão e aquisição), é na verdade uma expressão de origem anglo-saxônica (em inglês *Mergers and & Acquisitions* – M&A) bastante ampla, que se refere ao conjunto de medidas de crescimento de uma empresa efetivadas através da combinação de negócios e reorganizações societárias¹⁰.

São, portanto, operações nas quais há movimentação de ativos – imóveis, marcas, patentes, *know how*, etc. –, passivo – dívidas e obrigações, independente de prazo – curto, médio ou longo – ou patrimônio – conjunto de ativos e passivos. Via de regra, esse patrimônio pertence a uma sociedade empresária, logo, as sociedades costumam integrar operações dessa natureza como partes compradora e/ou vendedora¹¹.

Estas operações fomentam o crescimento empresarial e são motivadas, normalmente, pela sinergia operacional e financeira que delas resultam. Alguns dos motivos pelos quais as empresas realizam operações de M&A sob a ótica da empresa compradora são os ganhos de eficiência, que decorrem da redução e diluição de custos, ganhos na economia de escala, aumento do poder de negociação comercial, em especial, com fornecedores; do ponto de vista do crescimento, o acesso a novos mercados/atividades e, não obstante, a criação de valor para acionistas (*business valuation*); a diversificação do ramo de negócio, que ocorre com o abarcamento de novos produtos e marcas ou ainda o fortalecimento do seu portfólio com produtos de maior valor agregado, além da oportunidade de internacionalização do negócio e, ao final, porém, não menos importante, o acesso a novas tecnologias e inovações¹².

Sabe-se hoje que a tecnologia e inovação é um fator imprescindível em especial para as empresas que desejam crescimento, principalmente, o crescimento em escala, pois incompatível a escalabilidade com a falta de aplicação de recursos tecnológicos como fator determinante da sua concretização.

Já sob o ponto de vista do vendedor, os M&A restam, por vezes, inspirados pela oportunidade de venda; ameaças competitivas; capitalização dos sócios e acionistas; alteração do ramo de atividade; reflexão estratégica que se traduz na busca por outras oportunidades;

¹⁰BOTREL, 2017.

¹¹AULA 1 - **Introdução ao M&A** - I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições. Realização de Center For M&A Studies. Coordenação de Usp/ Puc-Rio. São Paulo, 2020. (105 min.), Vídeo, son., color. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=dLSZOQfDNsM&t=577s>. Acesso em: 20 maio 2022.

¹²BOTREL, *op. cit.*

análise de risco – na busca de maior rentabilidade e menor risco; resolução de conflitos societários; como alternativa para a insolvência ou liquidação da empresa¹³, dentre outros fatores, por vezes, intrínsecos a sociedade ou mesmo ao seu corpo societário.

O mercado brasileiro vem crescendo em operações desta natureza nos mais diversos nichos. No segmento de saúde, por exemplo, a Rede D’or, já considerada uma referência em serviços hospitalares Brasil, expandiu fortemente suas atividades através da aquisição de novas unidades hospitalares por todo o país nos últimos anos¹⁴.

Na área do varejo, a gigante Americanas S.A. – criada a partir da combinação das Lojas Americanas e da B2W¹⁵ – vem adquirindo pequenas empresas estratégicas com o objetivo de catalisar suas operações de *ecommerce*, dentre estas empresas, a *Skoob*¹⁶, *Nexoos*¹⁷ e a *Shipp*¹⁸.

No mercado financeiro, em específico, há inúmeras transações, a exemplo da recente aquisição de participação societária da XP Investimentos pelo Itaú Unibanco¹⁹. Esses são apenas alguns exemplos da movimentação proporcionada por operações dessa natureza no contexto empresarial e econômico brasileiro.

Segundo o relatório mais recente emitido pelo Portal de Fusões e Aquisições – site que acompanha as transações de M&A no Brasil – referente ao mês de maio de 2022, foram registradas 1.986 operações de M&A desde maio do ano passado. Isso se traduz num crescimento de 1,1% no acumulado de transações dos últimos doze meses, se comparado com o acumulado de transações calculado no mês de maio de 2021.

¹³BOTREL, 2017.

¹⁴REDE D’OR. **Fatos relevantes, comunicados e avisos.** 2022. Disponíveis em: <https://ri.rededorsaoluiz.com.br/documentos-publicados/fatos-relevantes-comunicados-e-avisos/>. Acesso em 13 jul. 2022. [No site de relacionamento com os investidores a empresa publicou os comunicados ao mercado. No ano de 2022, até o momento, há três comunicados de aquisição de hospitais].

¹⁵AMERICANAS S.A. **Relatório Anual da Americanas SA**, ano de 2021. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/09e4a963-b76c-482d-6884-864eef21a716?origin=1>. Acesso em 13 jul. 2022. (p.138)

¹⁶AMERICANAS S.A. **Comunicado ao Mercado**, 15 de setembro de 2021. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/9b934ba0-11d1-f7da-0e5b-87c85f4293d9?origin=1>. Acesso em 13 jul. 2022.

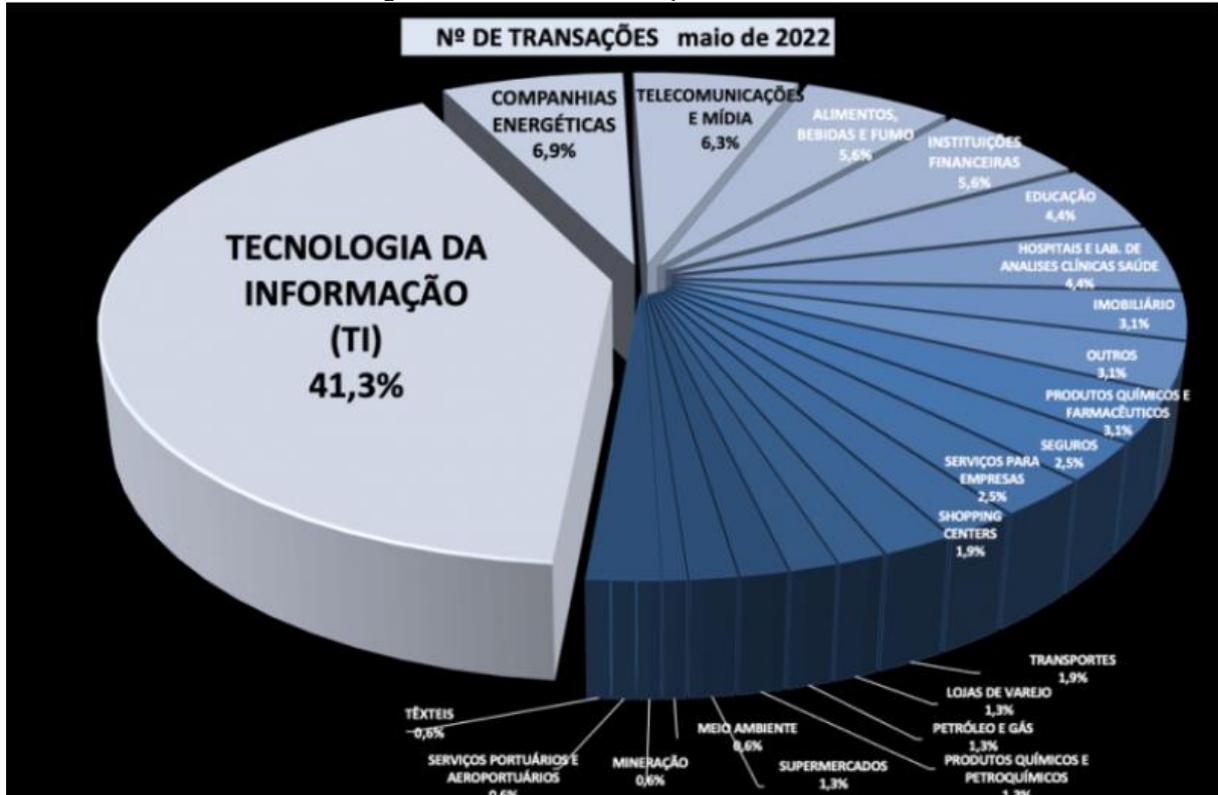
¹⁷AMERICANAS S.A.; B2W – Companhia Digital. **Comunicado ao Mercado**, 03 de maio de 2021. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/f55c574e-5d38-3793-da1d-0c4f34801d96?origin=1>. Acesso em 13 jul. 2022.

¹⁸B2W – Companhia Digital. **Comunicado ao Mercado**, 07 de abril de 2021. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/437e75fc-ce9d-0106-af77-91730e49e3f9?origin=1>. Acesso em 13 jul. 2022.

¹⁹ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A. **Fato relevante publicado pelo banco em 29 de abril de 2022.** Disponível em: <https://www.itau.com.br/relacoes-com-investidores/Download.aspx?Arquivo=j00YEqr54sPfKIBG5zTahA==&IdCanal=ozqtoVvGbmTTPREFRuXgGw==&linguagem=pt>. Acesso em 13 jul. 2022.

Somente no mês de maio deste ano foram realizadas 160 transações, que representam um aumento de 11,9%, em relação ao mês anterior²⁰.

Figura 1 – Número de transações/maio de 2022



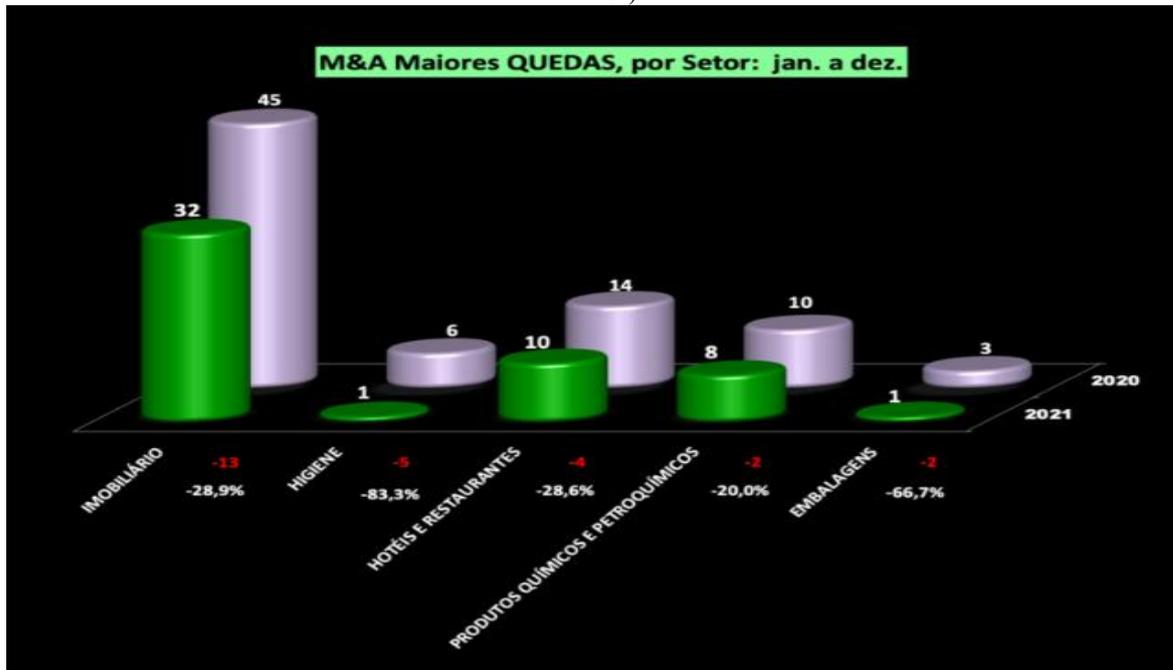
Fonte: Portal Fusões e Aquisições (2021).

Dentre os setores que mais movimentaram o mercado de M&A nesse mês, destacam-se o de *i*) tecnologia da informação, *ii*) companhias energéticas, *iii*) telecomunicações e mídia, este último, acredita-se que em decorrência da recente pandemia mundial.

No entanto, nem todos os setores da economia tem o mesmo crescimento. Alguns foram mais severamente afetados por esse cenário. Algumas das áreas que viram o número de operações declinar durante o período crítico da pandemia do Covid-19 (anos de 2020 e 2021), são: o ramo imobiliário, higiene, hotéis e restaurantes, produtos químicos e petroquímicos e o setor de embalagens.

²⁰FUSÕES e aquisições: **Fusões e aquisições:** 160 transações em maio/22. Disponível em: <https://fusoesaquisicoes.com/acontece-no-setor/fusoes-e-aquisicoes-160-transacoes-em-maio-22/>. Acesso em: 11 de julho de 2022.

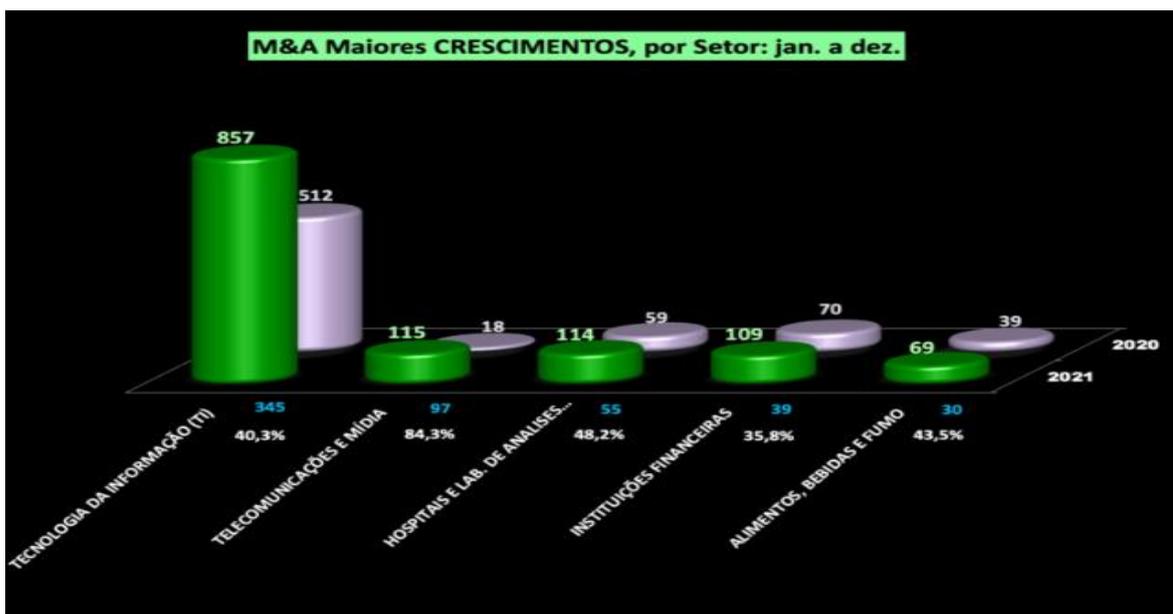
Figura 2 – Setores onde o número de operações de M&A mais declinou em 2021 (comparação com o ano anterior)



Fonte: Portal Fusões e Aquisições (2021).

Em contrapartida, vários setores apresentaram crescimento no número de operações no mesmo período, dentre os quais os de tecnologia da informação, telecomunicações e mídia, hospitais e laboratórios, instituições financeiras e o de alimentos, bebidas e fumo.

Figura 3 – Setores onde o número de operações de M&A mais cresceu em 2021 (comparação com o ano anterior)

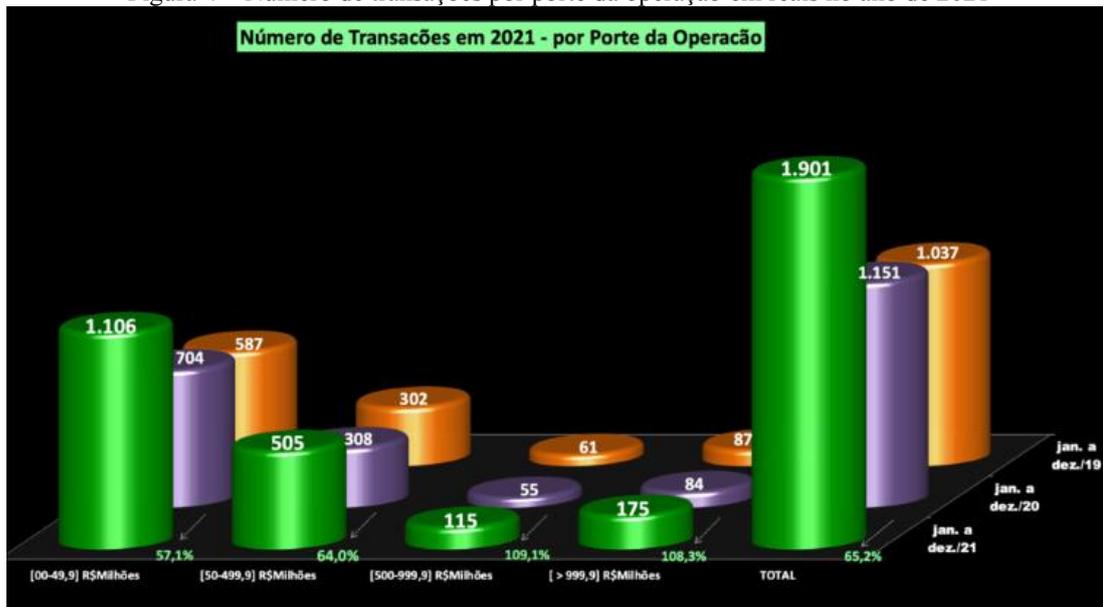


Fonte: Portal Fusões e Aquisições (2021).

Hoje, já atravessamos o período mais crítico da pandemia e o relatório anual mais atualizado do portal refere-se ao mês de dezembro de 2021. Nele aparecem 1.901 transações registradas no ano passado que indicam um crescimento de 65,2% em relação ao acumulado de transações apurado no mês de dezembro/2020 - que totalizou 1.151 operações²¹.

Ainda nesse sentido, pode-se separar as transações ocorridas com base nas faixas de capital movimentado, conforme abaixo.

Figura 4 – Número de transações por porte da operação em reais no ano de 2021



Fonte: Portal Fusões e Aquisições (2021).

A imagem acima demonstra que, além do aumento no número de operações totais em relação ao ano anterior, durante o ano de 2021 houve o aumento expressivo no que toca ao valor movimentado em cada uma das faixas de investimento.

Esses números demonstram o reaquecimento das atividades empresariais no âmbito dos M&A.

Noutro giro, no que diz respeito à regulamentação das operações de M&A no Brasil, Sérgio Botrel destaca que não há uma legislação específica para tanto²². O Direito brasileiro trata de maneira isolada os diversos campos jurídicos que se interseccionam no âmbito dessas

²¹Fusões e aquisições: **Fusões e aquisições**: 1.901 transações realizadas em 2021. Crescimento de 65%. Crescimento de 65%. Disponível em: <https://fusoesaquisicoes.com/acontece-no-setor/fusoes-e-aquisicoes-1-901-transacoes-realizadas-em-2021-crescimento-de-65/> Acesso em: 11 de julho de 2022.

²²BOTREL, 2017.

operações²³ cuja eficácia está submetida à aprovação de órgãos regulatórios como o Banco Central do Brasil (BACEN) e a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP).

Nesse contexto, há dois órgãos de bastante destaque: o Conselho Administrativo de Defesa de Concorrência (CADE) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Este conselho é uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Justiça, com sede e foro no Distrito Federal, tendo sua jurisdição compreendida em todo o território nacional²⁴.

A lei 12.529/2011 prevê que sejam submetidos ao CADE as fusões e aquisições de empresas que possam ter efeitos anticompetitivos para que a existência de infrações à ordem econômica seja analisada e aplicadas, quando couberem, as penalidades previstas em lei.

O CADE tem como propósito evitar a concentração de poder e, conseqüentemente, a extinção da concorrência que constatar como desleal. Sua atuação se dá na fiscalização de grandes transações entre empresas, inclusive M&A's, tendo em vista que algumas negociações envolvem questões capazes de transformar o mercado a ponto de aniquilar a concorrência, resultando no monopólio do segmento de atuação, o que deve ser combatido. Sobre o papel deste órgão e o quanto influencia nas operações estudadas neste trabalho:

A validade da operação que, por lei, tiver de ser submetida ao CADE condiciona-se à sua aprovação, o que obriga as partes envolvidas em operações que possam resultar na dominação de mercados relevantes de bens ou de serviços a avaliarem as reais chances de aprovação da operação pela autoridade concorrencial brasileira²⁵.

Além do CADE, há também a CVM, uma autarquia vinculada ao Ministério da Economia, criada pela Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976:

A CVM surgiu com vistas ao desenvolvimento de uma economia fundamentada na livre iniciativa, e tendo por princípio básico defender os interesses do investidor, especialmente o acionista minoritário, e o mercado de valores mobiliários em geral, entendido como aquele em que são negociados títulos emitidos pelas empresas para captar, junto ao público, recursos destinados ao financiamento de suas atividades²⁶.

A CVM possui atribuições normativas e fiscalizatórias²⁷ e como várias das operações de M&A são veiculadas pelo lançamento de valores mobiliários no mercado financeiro (ações,

²³*Idem*.

²⁴Art. 4º da Lei 12.529/2011, *caput*.

²⁵BOTREL, *op. cit.*, p. 41.

²⁶GOV - Governo Federal Brasileiro. **O que é a CVM?**. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/servidores/estagio/2-materia-cvm-e-o-mercado-de-capitais> Acesso em: 11 jul. 2022.

²⁷BOTREL, 2017.

debêntures, etc.) ela está diretamente ligada com operações que envolvem Sociedades Anônimas. Atua especialmente para manter a transparência dessas frente os investidores, através de instrumentos como a Instrução 565²⁸, a qual expressa ainda mais o trabalho da Comissão de Valores Mobiliários em aumentar o grau de informações disponíveis ao mercado, trazendo mais transparência às empresas e suas operações²⁹.

Feita a apresentação do segmento de M&A, adentraremos o recorte do presente estudo, qual seja, a investigação das vantagens e desvantagens de provisionar uma Cláusula MAC nos contratos de M&A. Para tanto, a seguir passamos a discorrer sobre as estruturas das operações que serão citadas ao longo do trabalho. Ocorre que, em virtude da vastidão da área, o que se apresentará é um apanhado de informações para oferecer um panorama desse universo e alguns dos conceitos frequentemente citados.

Cabe ainda ressaltar que a literatura consultada para elaboração deste trabalho é parcialmente estrangeira e, quando nacional, pode-se observar a preferência dos autores pelas expressões em inglês. Logo, para evitar confusão e explicações alongadas, optou-se pela manutenção do mesmo padrão.

2.1 ESTRUTURAS DE M&A

Primeiramente, cabe destacar que não há uma estratégia única para estruturar essas operações, elas serão moldadas de acordo com a natureza e as peculiaridades de cada negócio em busca da melhor conjugação e interesse das partes. Ato contínuo, apresenta as formas mais utilizadas pelos profissionais, bem como, citadas na literatura, de forma separada, embora, na prática, aquilo que nomeamos de “operação de M&A”, por vezes, trata-se da integração de vários dos procedimentos apresentados a seguir³⁰.

Essas estruturas podem ser divididas em:

²⁸BRASIL. **Instrução CVM 565.** 15/06/2015 Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst565.html>. Acesso em 11 jul. 2022.

²⁸ BRASIL. Nova instrução da CVM em operações de M&A. 17 Junho. <https://scaadvocacia.com.br/nova-instrucao-da-cvm-em-operacoes-de-ma/> Acesso em 11 jul. 2022.

³⁰BAPTISTA LUZ. **Introdução à série:** “Além do M&A”. 2019. Disponível em: <https://baptistaluz.com.br/espacostartup/introducao-a-serie-alem-do-ma/>. Acesso em: 01 de julho de 2022.

- a) Aquisição indireta – Estruturas de reorganização societária, dentre elas, fusão, cisão e incorporação³¹.
- b) Aquisição direta – Subscrição de capital ou compra de participação societária³² – total ou parcial.

Entretanto, é possível ainda encontrar outras vias para se efetivar essas operações, como a criação de uma *holding*³³, de uma *joint venture*³⁴, a celebração de contratos de *trespasse*³⁵, de arrendamento mercantil³⁶ ou, de licenciamento de propriedade intelectual³⁷.

2.1.1 Formas de Aquisição Indireta

As formas de aquisição indireta implicam na reorganização societária da empresa através da fusão, cisão ou incorporação³⁸ previstas nos artigos 1.113 e seguintes do Código Civil – quando o M&A envolve sociedade limitada – e artigos 223 e seguintes da Lei das Sociedades Anônimas – quando o M&A envolve sociedade anônima ou sociedade limitada que tenham como regência supletiva a Lei das Sociedades Anônimas³⁹.

A fusão é o instituto que dá nome à área e é um tipo específico de reorganização societária onde duas empresas extinguem-se, resultando numa terceira que assume os direitos e obrigações das anteriores⁴⁰. Na forma expressa do art. 1.119 do Código Civil “A fusão determina a extinção das sociedades que se unem, para formar sociedade nova, que a elas sucederá nos direitos e obrigações”.

Já na Lei das S.A. o art. 228⁴¹ a define a fusão expressamente:

Art. 228. A fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações.

³¹ AULA 2 – **Negociação e contratos preliminares** -I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições. Realização de Center For M&A Studies. Coordenação de Usp/ Puc-Rio. São Paulo, 2020. (116 min.), Vídeo, son., color. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=NxED16S0szA&t=1141s>. Acesso em: 20 maio 2022.

³² *Idem*.

³³ BOTREL, 2017, p. 86.

³⁴ *Idem*.

³⁵ *Idem*.

³⁶ *Ibidem.*, p. 314

³⁷ *Ibidem.*, p. 330

³⁸ AULA 2 – **Negociação e contratos preliminares** -I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições, 2020.

³⁹ BOTREL, *op. cit.*, p. 153; artigo 1.053, parágrafo único do Código Civil.

⁴⁰ BRASIL. Casa Civil. **Lei n. 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=NxED16S0szA&t=1141s>. Acesso em: 20 maio 2022.

⁴¹ *Ibid.*

§ 1º A assembleia-geral de cada companhia, se aprovar o protocolo de fusão, deverá nomear os peritos que avaliarão os patrimônios líquidos das demais sociedades.

§ 2º Apresentados os laudos, os administradores convocarão os sócios ou acionistas das sociedades para uma assembleia-geral, que deles tomará conhecimento e resolverá sobre a constituição definitiva da nova sociedade, vedado aos sócios ou acionistas votar o laudo de avaliação do patrimônio líquido da sociedade de que fazem parte.

§ 3º Constituída a nova companhia, incumbirá aos primeiros administradores promover o arquivamento e a publicação dos atos da fusão.

Essa estrutura é pouco utilizada por não ser muito eficiente do ponto de vista operacional. Isto porque é difícil recriar toda a atividade econômica das empresas combinadas na nova empresa, sendo esse um dos inconvenientes advindos da opção por essa estrutura, conforme descreve Sérgio Botrel:

A rigor, a fusão conduz à constituição de uma *nova* sociedade. Desse modo, todos os inconvenientes de constituição de uma sociedade se fazem presentes na fusão - necessidade de inscrição da nova sociedade perante órgãos governamentais, unificação dos registros de *todas* as sociedades fundidas, cadastramento da nova sociedade junto a fornecedores, clientes, etc. Some-se a isso que algumas prerrogativas fiscais (como o aproveitamento de prejuízos fiscais) de que eram detentoras as sociedades fundidas extinguem-se com a fusão⁴².

Diante dessa dificuldade há poucos casos de fusões brasileiras para serem citadas, sendo os casos mais representativos, a Ambev, originada da fusão entre a Brahma e Antártica⁴³ em 1999 e a fusão do Itaú com o Unibanco em 2008, que originou o ItaúUnibanco⁴⁴, considerado um gigante do mercado financeiro.

Já a cisão, disposta no artigo 229 da Lei das S.A., é a operação na qual a empresa transfere seu patrimônio para uma ou mais sociedades constituídas para esse fim ou já existentes⁴⁵.

Art. 229. A cisão é a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão.

§ 1º Sem prejuízo do disposto no artigo 233, a sociedade que absorver parcela do patrimônio da companhia cindida sucede a esta nos direitos e obrigações relacionados no ato da cisão; no caso de cisão com extinção, as sociedades que absorverem parcelas do patrimônio da companhia cindida sucederão a esta, na proporção dos patrimônios líquidos transferidos, nos direitos e obrigações não relacionados.

⁴² BOTREL, 2017, p. 165.

⁴³ AMBEV. **Relatório anual da empresa no ano 2000**. Disponível em: http://media.corporate-ir.net/media_files/PRIV/25240/reports/AR00_por.pdf. Acesso em 13 jul. 2022, p. 3.

⁴⁴ ITAÚ. **fusões e aquisições marcaram os 97 anos do Itaú Unibanco**. 2022. Disponível em: <https://www.itaú.com.br/relacoes-com-investidores/nossa-historia>. Acesso em 13 jul. 2022

⁴⁵ BOTREL, *op. cit.*, p. 119.

§ 2º Na cisão com versão de parcela do patrimônio em sociedade nova, a operação será deliberada pela assembléia-geral da companhia à vista de justificção que incluirá as informações de que tratam os números do artigo 224; a assembléia, se a aprovar, nomeará os peritos que avaliarão a parcela do patrimônio a ser transferida, e funcionará como assembléia de constituição da nova companhia.

§ 3º A cisão com versão de parcela de patrimônio em sociedade já existente obedecerá às disposições sobre incorporação (artigo 227).

§ 4º Efetivada a cisão com extinção da companhia cindida, caberá aos administradores das sociedades que tiverem absorvido parcelas do seu patrimônio promover o arquivamento e publicação dos atos da operação; na cisão com versão parcial do patrimônio, esse dever caberá aos administradores da companhia cindida e da que absorver parcela do seu patrimônio.

§ 5º As ações integralizadas com parcelas de patrimônio da companhia cindida serão atribuídas a seus titulares, em substituição às extintas, na proporção das que possuíam; a atribuição em proporção diferente requer aprovação de todos os titulares, inclusive das ações sem direito a voto. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

Neste modelo de operação, ocorre a transferência do patrimônio empresarial que pode ser total ou parcial, sendo que a cisão total implica na extinção da empresa cindida. Enquanto no caso de cisão parcial, ou seja, transferência de parte do patrimônio empresarial, o capital social divide-se nas proporções determinadas pelos sócios e/ou acionistas⁴⁶.

Há uma série de previsões sobre a empresa cindida nos parágrafos do artigo 229, acima descrito, que versam, entre outros detalhes, sobre a sucessão dos direitos e obrigações da empresa cindida por aquela que lhe absorver parcela do patrimônio no caso de cisão parcial e, no caso de cisão com extinção, as sociedades que absorverem parcelas do patrimônio da companhia cindida a sucederão proporcionalmente aos patrimônios líquidos transferidos.

Por fim, a incorporação, prevista nos artigos 1.116 a 1.118 do Código Civil e no artigo 227 da Lei das SA, pode ter como objeto a sociedade ou as suas ações.

Art. 227. A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações.

§ 1º A assembléia-geral da companhia incorporadora, se aprovar o protocolo da operação, deverá autorizar o aumento de capital a ser subscrito e realizado pela incorporada mediante versão do seu patrimônio líquido, e nomear os peritos que o avaliarão.

§ 2º A sociedade que houver de ser incorporada, se aprovar o protocolo da operação, autorizará seus administradores a praticarem os atos necessários à incorporação, inclusive a subscrição do aumento de capital da incorporadora.

§ 3º Aprovados pela assembléia-geral da incorporadora o laudo de avaliação e a incorporação, extingue-se a incorporada, competindo à primeira promover o arquivamento e a publicação dos atos da incorporação.

⁴⁶BRASIL, 1976, Art. 229.

A incorporação empresarial é a operação na qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhe sucederá em direitos e obrigações⁴⁷. De forma simplificada, a sociedade incorporadora passa a ser titular de todo o patrimônio da sociedade incorporada e terá seu capital aumentado, enquanto a incorporada será extinta⁴⁸. Além disso, os sócios e/ou acionistas da sociedade incorporada recebem quotas/ações de emissão da incorporadora conforme a natureza da *target*⁴⁹.

A incorporação de ações prevista no artigo 252 da Lei das S.A., por sua vez, é a operação na qual todas as ações da empresa incorporada são adquiridas por outra companhia (a incorporadora).

Dessa forma, a companhia incorporada vira uma subsidiária integral da incorporadora⁵⁰. Para ilustrar essa forma de reorganização societária, pode-se citar a operação realizada pela Natura & Co, conglomerado de produtos de beleza, que incorporou as ações da Natura em 2019⁵¹.

As formas de reorganização societária apresentadas acima podem constituir operações de M&A, ou etapas das operações de M&A e não necessariamente seu objeto final. Nesses casos Ulhôa Coelho chamou as pessoas jurídicas fruto desses procedimentos de “veículos de investimento”:

De particular importância para a estrutura do negócio, com clara interferência no valor final da operação, é a criação ou utilização de pessoas jurídicas como veículos de investimento. São, em geral, sociedades holding integrantes do grupo econômico do potencial comprador ou do eventual vendedor, que exercem função transitória na execução da estrutura do negócio. Se é útil segregar as ações a serem vendidas ou mesmo por razões ligadas ao marco regulatório ou a implicações tributárias, é extremamente comum a participação dessas pessoas jurídicas como incorporadas, incorporadoras, cindidas ou titulares temporárias de ativos societários. Não há um único elemento que permita invariavelmente identificar o veículo de investimento. Resulta sua qualificação da convergência de algumas características e o exame do sentido lógico ou jurídico da participação da pessoa jurídica em questão na estrutura do negócio⁵².

⁴⁷BOTREL, 2017, p.119.

⁴⁸BRASIL. Casa Civil. **Lei nº 10.406**, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 20 jul. 2022. [Art. 1.116]

⁴⁹BOTREL, 2017, p.119.

⁵⁰BRASIL, 1976, Art. 252.

⁵¹NATURA&CO. **Relatório anual da Natura&Co de 2019**. Disponível em: https://s3.amazonaws.com/mz-filemanager/67c3b7d4-64ea-4c2f-b380-6596a2ac2fbf/0258e391-42d8-4b37-9099-732c70aef525_relatorio%20natura%20&co%202019.pdf. Acesso em: 20 jul. 2022, p. 14.

⁵²COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**, volume 3: direito de empresa 13. ed. — São Paulo: Saraiva, 2012, p. 127.

Isso reforça só aquilo que foi comentado anteriormente, sobre a adaptabilidade da estrutura da operação às necessidades das partes, o que culmina na criação de um processo específico para cada operação.

2.1.2 Formas de Aquisição Direta

A aquisição direta, diferentemente das operações de aquisição indireta, é o meio pelo qual investidores que preferem destinar seus recursos diretamente às empresas-alvo o fazem⁵³, através da subscrição de capital, também chamada de operações de *cash-in*⁵⁴.

As operações de *cash-in* se dão através do lançamento de novas ações/quotas da empresa, ou seja, o investidor ingressante adquire essas ações/quotas e o dinheiro é injetado na própria empresa.

A legislação aplicável em cada caso depende da natureza das sociedades envolvidas (limitada ou anônima)⁵⁵ que também é relevante para determinar o procedimento adotado – cujas particularidades estão dispostas nos artigos 1.081 a 1.084 do Código Civil e 170 da Lei das Sociedade anônimas (Lei 6.404/76).

Como exemplo recente de subscrição de capital em uma Sociedade Anônima aberta podemos citar a entrada do banco digital Nubank nas bolsas de valores brasileira e norte-americana⁵⁶.

Já as transações de compra e venda de participação societária, que a literatura convencionou denominar de operações de *cash-out*⁵⁷, são aquelas nas quais as partes são o adquirente e os sócios/acionistas da empresa-alvo, ou seja, os recursos aplicados pelo investidor são direcionados para os integrantes da empresa adquirida⁵⁸.

Trata-se da aquisição através da celebração de contrato cujo objeto são quotas ou ações da empresa, já emitidas, e que também deverá respeitar alguns requisitos a depender da natureza da sociedade (limitada ou anônima)⁵⁹. Essa operação é muito comum⁶⁰ e há vários casos para

⁵³BOTREL, 2017.

⁵⁴*Idem.*

⁵⁵AULA 2 – Negociação e contratos preliminares -I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições, 2020.

⁵⁶NUBANK. **Anúncio de Encerramento da Oferta Pública da Distribuição Primária de Ações Ordinárias Classe A, Inclusive Sob A Forma De Certificados De Depósito De Ações, De Emissão Da NU Holdings LTD.** Dezembro de 2021. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/59a081d2-0d63-4bb5-b786-4c07ae26bc74/d60dd51c-21ed-8a7f-9ca9-1df399d3f066?origin=1>. Acesso em 13 jul. 2022.

⁵⁷BOTREL, 2017.

⁵⁸*Idem.*

⁵⁹*Idem.*

⁶⁰*Idem.*

ilustrá-la, como a atual alienação de participação societária da corretora XP realizada pelo Itaú Unibanco⁶¹.

Como mencionado, as estruturas aqui apresentadas não exaurem todas as possibilidades utilizadas em operações de M&A, cabendo ainda frisar que as formas abordadas podem constituir tanto o objeto final da operação como configurarem etapas intermediárias de operações ou condições de eficácia dessas⁶².

Para além dessa divisão também vale frisar que o objeto dos M&A pode ser tanto a participação societária na empresa – total ou parcial – como a aquisição de um ativo (planta industrial, unidade produtiva, máquinas, marcas, patentes, etc).

Feito o detalhamento necessário sobre as estruturas acima, cabe agora a explicação sobre o caminho que conduz a elas.

2.2 PROCESSO DE NEGOCIAÇÃO

Há certa flexibilidade no procedimento de negociação das operações de M&A. A análise do negócio em conjunto com os objetivos e necessidades das partes servirá de baliza para a organização da operação. Mas é certo que o mercado adotou algumas etapas cuja frequência de utilização configuram uma espécie de padrão de negociação que envolve, sobretudo, a troca de alguns documentos, realização de auditorias (jurídica, financeira e contábil) e a celebração de contratos⁶³. Sobre essas práticas reiteradas nas operações de M&A no Brasil, Sérgio Botrel⁶⁴ destaca que “o mercado brasileiro atingiu um grau de maturidade e profissionalismo que permite afirmar a existência de um *processo padrão* de negociações nas *fusões e aquisições*.”

Na exposição a seguir nem todas as etapas do processo de negociação dos M&A serão apresentadas, somente as principais. Valendo também ressaltar que para favorecer o

⁶¹ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A. **Comunicado Ao Mercado**. Disponível em: <https://www.italu.com.br/relacoes-com-investidores/Download.aspx?Arquivo=OWrJH/rFVz1gLBeznbgs4A==&linguagem=pt>. Acesso em 13 jul. 2022. [Em junho de 2022 o banco anunciou a venda de 1,21% do capital da corretora em comunicado ao mercado].

⁶²BOTREL, 2017.

⁶³INSTITUTO MINEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS. **Cartilha de Fusões e Aquisições**. S.I: Editora, 2022. Disponível em: <http://www.idmc.org.br/wp-content/uploads/sites/72/2018/06/Cartilha-de-Fus%C3%B5es-e-Aquisi%C3%A7%C3%B5es-IMMC-2015.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2022.

⁶⁴BOTREL, *op. cit.*, p. 333.

encadeamento lógico elas serão expostas separadamente embora, na prática, possam ocorrer de forma simultânea⁶⁵.

2.2.1 Fase Pré Negocial

Destarte, quando uma empresa toma a decisão de renunciar a parcela de seu patrimônio, seja para investimentos nela própria, seja para capitalização ou retorno de investimentos aos sócios, é necessário realizar um diagnóstico estratégico para avaliar a empresa, seu nicho de atuação, definir suas principais características, posicionamento, linha de produtos ou serviços e tendências. Além disso é preciso elaborar a tese de investimentos a partir dos objetivos e expectativas da empresa, dos sócios/acionistas e do mercado, sendo este diagnóstico utilizado para atrair potenciais compradores⁶⁶.

Ato contínuo, inicia-se a prospecção de compradores e, para tanto, há diferentes meios para a sua concretização. O modelo de prospecção pode variar da oferta privada e particularizada à apenas um interessado, até a adoção de um processo competitivo com vários potenciais investidores, podendo passar, inclusive, pela realização de um leilão.⁶⁷

Normalmente nas operações competitivas que envolvem cifras mais expressivas, a prospecção de investidores fica a cargo das boutiques de M&A ou bancos de investimentos, a quem cabe elaborar o *teaser*⁶⁸, enquanto nas operações de menor cunho monetário geralmente a oferta se inicia já com o conhecimento de um potencial comprador⁶⁹.

O *teaser* é o documento que reúne informações preliminares resumindo os pontos mais relevantes, características da *target* e do modelo de operação que está se tentando implementar⁷⁰ e é apresentado aos potenciais investidores que, se interessados, celebrarão com o vendedor a *Letter of Intends* (LOI) ou o *Non Disclosure Agreement* (NDA).

Bastante utilizada em transações nos países de *Common Law*, a LOI é a carta de intenções na qual as partes formalizam os termos e condições da negociação preliminar que

⁶⁵AULA 4 – **Estruturas das operações de M&A** - I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições. Coordenação de USP/Puc-Rio. São Paulo, 2020. (125min.), Vídeo, son., color. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=jzT8xGdx19s> Acesso em: 20 maio 2022.

⁶⁶INSTITUTO MINEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS, *op. cit.*

⁶⁷BOTREL, 2017.

⁶⁸*Ibidem.*

⁶⁹AULA 5 – SPA (SharePurchaseAgreement) - I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições. Realização de Center For M&A Studies. Coordenação de Usp/ Puc-Rio. São Paulo, 2020. (105 min.), Vídeo, son., color. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=-cquFARuSVI&t=4583s>. Acesso em: 20 maio 2022.

⁷⁰BOTREL, *op. cit.*

será refletida nos documentos definitivos, podendo ser vinculante ou não⁷¹. Com finalidade similar também há o *Memorandum of Understanding* (MOU) apresentado em algumas obras em conjunto com a LOI⁷², havendo, porém, diferenças sutis entre os dois documentos:

O primeiro, LOI, em resumo, é um ajuste que descreve os principais pontos do contrato proposto e serve como acordo entre duas partes. O segundo, MOU, pode ser descrito como uma concordata entre duas ou mais partes para realizar uma ação ou projeto específico⁷³.

No momento seguinte, as partes costumam assinar o NDA, que nada mais é do que um acordo de confidencialidade, a fim evitar o uso indevido das informações que serão compartilhadas. Esse documento prevê quais partes e informações serão alcançadas pelo sigilo, bem como, sanções em caso de eventual vazamento, exceções e procedimentos.

O NDA é muito importante porque sem a troca de informações a operação é inviável, ao mesmo tempo que, o desvelar de informações específicas pertencentes a empresa, sem um mínimo de precauções, pode desaguar na desvalorização do negócio em si e no vazamento de informações financeiras ou tecnológicas:

Em transações de fusão e aquisição (M&A), informações confidenciais e proprietárias (como informações financeiras e contratos importantes) geralmente precisam ser compartilhadas com a outra parte. Mas o caminho para fazer isso com segurança é garantir que a outra parte respeite as informações confidenciais fornecidas e não as use em detrimento da parte divulgadora⁷⁴.

Nesse sentido Ulhôa Coelho⁷⁵ destaca, para além da necessidade, o fato de a troca de informações por vezes ser feita com concorrentes, o que configura um risco para a empresa vendedora da perspectiva comercial:

A negociação de empresas se desenvolve num clima tenso e peculiar. Entre os negociadores costuma haver muita desconfiança, dos primeiros aos derradeiros

⁷¹GAUDÊNCIO, Samuel Carvalho; MCNAUGHTON, Charles William. **Fusões e Aquisições: prática jurídica no m&a**. 3. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, p. 13.

⁷²*Ibid.* p. 10.

⁷³BLB BRASIL. **LOI e MOU: quais as diferenças entre eles?** Disponível em: <https://www.blbbrasil.com.br/blog/loi-mou/>. Acesso em: 08 jul. 2022.

⁷⁴HARROCH, Richard. **A Guide To Non-Disclosure Agreements For Mergers And Acquisitions**. 2017. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/allbusiness/2017/10/28/non-disclosure-agreements-for-mergers-and-acquisitions/?sh=1e2e80616a6b>. Acesso em: 20 maio 2022. No original: *In merger and acquisition (M&A) transactions, confidential and proprietary information (such as financial information and important contracts) often needs to be shared with the other party. But the path to doing so safely is making sure that the other party is bound to respect the confidential information provided and not use it to the disclosing party's detriment.*

⁷⁵COELHO, 2012, p. 119.

contatos. Isto porque nenhuma negociação de empresas se pode concluir sem que os potenciais interessados na compra tenham amplo acesso a informações internas de natureza reservada sobre o negócio objeto de venda. Ter acesso a informações reservadas da empresa em negociação é indispensável a quem negocia como comprador. Somente tendo-as em mãos, ele pode avaliar com exatidão o negócio que estuda adquirir. Mas quem negocia como vendedor não pode franquear o acesso a estas informações a qualquer um, sem garantia alguma. Não se pode esquecer que os potenciais interessados na compra são costumeiramente concorrentes da empresa em negociação. Se esta se frustra e a venda não é concluída, a devassa na empresa certamente redundará em graves dificuldades de competição, por terem sido abertas aos competidores informações vitais.

Por este motivo, no momento de elaborar o NDA deve-se ter bom senso e, principalmente, cuidado, pois se questões chave da negociação ou da empresa, por descuido – intencional ou não – vazarem, podem se constituir grandes obstáculos à efetivação da negociação.

Além disso, do ponto de vista formal cabe salientar que o NDA também pode integrar a LOI, mas por vezes, é elaborado em documento apartado⁷⁶.

Após a celebração do acordo de confidencialidade as partes estão livres para compartilhar informações. Ocorre então a elaboração do *infomemo*, onde o intermediador (banco, boutique de M&A ou outro) apresenta detalhes mais técnicos da empresa vendedora, normalmente, a situação econômico-financeira-patrimonial, o sumário executivo, a tese de investimentos, a análise mercadológica, entre outras informações necessárias a boa avaliação do comprador⁷⁷.

Nesse momento, os interessados podem requerer outros esclarecimentos e fazer ofertas vinculantes (*Binding Offer*) ou não vinculantes (*Non Binding Offer*)⁷⁸.

Por fim, é com o advento dessas ofertas que costuma se iniciar a apuração de contingências pelo processo de *due dilligence* e na sequência a disponibilização das informações levantadas no *data room*.

2.2.2 Auditoria

O termo largamente utilizado nas obras pesquisadas sobre o tema para designar as auditorias nas operações de M&A é *due dilligence*. O papel da *due dilligence* é investigar a empresa-alvo por dentro, apurar os processos tributários/trabalhistas, as matrículas de imóveis,

⁷⁶GAUDÊNCIO, 2019, p. 29-30.

⁷⁷BOTREL, 2017.

⁷⁸*Ibidem*.

marcas, patentes, contratos financeiros, contratos sociais, licenças ambientais, regularidade dos balanços e suas publicações, além de destrinchar as áreas de segurança da informação, área de *compliance*⁷⁹, indo até a avaliação da imagem da companhia perante o mercado⁸⁰.

É um processo detalhado que pode ser demorado em virtude da extensão de informações que devem ser levantadas, mas necessário a satisfazer importantes funções, como aponta Arnoldo Wald⁸¹:

Dentre os principais objetivos da *duediligence* estão: (a) identificação das principais características da empresa; (b) identificação de possíveis obstáculos para a realização do negócio e quantificação das contingências existentes; (c) avaliação de riscos; (d) auxílio na definição do preço do negócio; e (e) auxílio na negociação das cláusulas contratuais.

Todos os aspectos apontados pelo autor acima são bastante relevantes, mas do ponto de vista jurídico cabe destaque para a *legal due dilligence* – a auditoria legal e paralegal, onde são analisados aspectos societários, tributários, contratuais, trabalhistas, ambientais, cíveis, criminais, de propriedade intelectual (marcas e patentes), além dos processos judiciais, arbitrais e administrativos do *target*⁸².

A auditoria pode ainda, observar detalhes sobre o correto cumprimento das obrigações trabalhistas, contratuais, previdenciárias da *target*:

[...] auditoria deve permitir também ao comprador verificar se as obrigações fiscais, trabalhistas, previdenciárias ou contratuais estão sendo cumpridas em dia e de forma regular. Se porventura as horas extras não são pagas como determina a lei, ou o cálculo de certo imposto é feito de modo incorreto, esses fatos podem levar ao que o jargão da área denomina passivo oculto: a empresa deve, mas não sabe que deve ou a dívida não está regularmente contabilizada⁸³.

⁷⁹AULA 4—Estruturas das operações de M&A - I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições. 2020.

⁸⁰VENTURA, Fábio. **O que é Duediligence e seu impacto para a Gestão de risco**. Disponível em: <https://www.sigalei.com.br/blog/o-que-e-due-diligence-e-o-seu-impacto-para-a-gestao-de-risco>. Acesso em: 07 jul. 2022.

⁸¹ WALD, 2009, p. 54.

⁸²PAPINI, André. **A legal duediligence nas fusões e aquisições empresariais**. Disponível em: <https://arrieiopapini.com.br/publicacoes/novo-artigo/>. Acesso em: 07 jul. 2022.

⁸³COELHO, 2012, p. 124.

Também cabe falar sobre eventuais déficits na auditoria, isso porque nem sempre é possível fazer um processo de investigação minucioso. Sobre as limitações no escopo da *due diligence*, Rodrigo Salton Rotunno Saydelles⁸⁴ destaca:

A amplitude da due diligence pode sofrer diversas limitações de tempo, custo, dificuldade de acesso à informação e outras questões de cultura empresarial, devendo os elementos de custo-benefício serem ponderados, adequando-se o tempo e o dispêndio financeiro.

Também nesse sentido, Arnaldo Wald⁸⁵ acrescenta:

Pode ocorrer que as partes contratantes queiram limitar o escopo da auditoria, com base nos mais diversos critérios, que podem ser de ordem orçamentária, temporal ou puramente subjetiva. Além das restrições citadas, o escopo da *due diligence* pode, ainda, ser limitado quanto: (a) às questões analisadas, podendo dispensar o exame de determinadas áreas; (b) ao período coberto pela investigação; e (c) à quantidade ou qualidade dos documentos e das informações apresentadas.

Essas limitações são comuns nos M&A que envolvem companhias abertas, pois as partes costumam dispensar essa etapa por contarem com a rígida fiscalização de órgãos do mercado como a CVM⁸⁶.

Os processos que compõem as operações de M&A estão constantemente mudando, seja pelo implemento da tecnologia, seja pela observação de necessidades conforme novas situações vão surgindo:

Em um mundo pós-COVID-19, os compradores podem estar mais inclinados a realizar uma due diligence mais detalhada em determinadas áreas para entender melhor o escopo geográfico e as dependências das operações de um alvo e como o COVID-19 ou outros eventos no futuro podem afetá-los ou causar perturbações sísmicas semelhantes aos negócios (tradução nossa)⁸⁷.

⁸⁴SAYDELLES, Rodrigo Salton Rotunno. A (in) existência de dever de realizar *due diligence* em operações de m&a à luz do direito brasileiro. **Res Severa Verum Gaudium**, v. 5, n. 2, 2021. Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/index.php/resseveraverumgaudium/article/view/110368>. Acesso em: 13 jul. 2022.

⁸⁵ WALD, 2009, p. 54-55.

⁸⁶ Botrel, 2017.

⁸⁷TRAN, Steven; UHRYNUK, Mark; WEST, James. Private M&A in the Post-Pandemic World: How COVID-19 Could Shape Deal-Making in the Future. 08 abr. 2020. **Mayer Brown**. Disponível em: <https://www.mayerbrown.com/en/perspectives-events/publications/2020/04/private-ma-in-the-post-pandemic-world-how-covid-19-could-shape-deal-making-in-the-future> Acesso em: 11 jul. 2022. [No original: *In a post-COVID-19 world, buyers may be more inclined to undertake more detailed due diligence on certain areas to better understand the geographical scope and dependencies of a target's operations and how COVID-19 or other events in the future might affect them or cause similar seismic disruptions to the business*].

Feita a melhor *due dilligence* possível, com os documentos e informações em mãos os advogados, contadores, administradores e demais auditores contratados pelo adquirente identificam e apontam as contingências detectadas, permitindo assim que ele conheça efetivamente o que pretende comprar.

Além de relatórios, as informações também podem ser disponibilizadas por meio eletrônico, em um *data room*, que é um espaço destinado para tanto⁸⁸ e onde os potenciais investidores podem acessá-las para averiguar se o negócio tem as características apontadas pelo vendedor nas conversas preliminares⁸⁹, decidindo fazer uma oferta que, geralmente, inaugura as negociações quanto ao preço⁹⁰.

O comprador pode acatar as condições apostas pelo vendedor, fazer uma contra-proposta ou, ainda, o que não se espera, declinar a operação.

2.2.3 Contratos Definitivos

Excetuando-se o declinamento do interesse do adquirente, o passo seguinte é o início das negociações, seguidas da confecção e celebração dos contratos definitivos⁹¹. Nesta fase as cláusulas e condições serão negociadas entre as partes, compradora e vendedora, mas a elaboração da minuta normalmente fica a cargo dos assessores jurídicos do adquirente, considerando sua maior exposição a riscos de diversas naturezas⁹².

Os contratos definitivos também variam de acordo com a operação que está sendo desenvolvida, podendo ser: um *Quota Subscription Agreement (QSA)* ou *Share Subscription Agreement (SSA)* — Contrato de subscrição de quotas ou Contrato de subscrição de ações, para processos em que a participação do novo sócio ou acionista seja aceita mediante subscrição e integralização de novas cotas ou ações, nessa ordem.

Pode ser também um *Asset Purchase Agreement (APA)* — Contrato de compra e venda de ativos, usado em caso de aquisição de ativos.

E ainda um *Quota Purchase Agreement (QPA)* ou *Share Purchase Agreement (SPA)* que são, respectivamente, o contrato de compra e venda de cotas ou de ações, utilizados nos casos de aquisição de participação societária total ou parcial.

⁸⁸AULA 4 – Estruturas das operações de M&A - I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições. 2020.

⁸⁹GAUDÊNCIO, 2019.

⁹⁰BOTREL, 2017.

⁹¹*Idem*.

⁹² BOTREL, *op. cit.*

Nesses casos de compra de participação societária parcial, o acordo de acionistas ou de cotistas auferem uma relevância análoga àquela do contrato principal⁹³.

Quando as partes estiverem conformes sobre os termos estabelecidos a operação estará “madura” e os contratos definitivos poderão ser assinados. No universo do M&A a assinatura dos contratos definitivos é denominada *signing*, e o fechamento da operação, momento em que o comprador realiza o pagamento, chama-se *closing*.

Figura 5 - Principais etapas do processo de negociação dos M&A



Fonte: Elaborado pela autora (2022).

⁹³BLB, Brasil. 7 etapas do processo de M&A. Disponível em: <https://www.blbbrasil.com.br/blog/processo-ma/>
Acesso em: 05 de julho de 2022.

2.3 INTERIM PERIOD

Transações nas quais o *signing* e o *closing* ocorrem simultaneamente são raras. Na prática, preponderam as transações nas quais a distância entre a assinatura e o fechamento está presente, inclusive porque em alguns casos essa é a única maneira de perfectibilizar o negócio⁹⁴. A existência de intervalo entre esses dois momentos configura o que James Freund batizou de fechamento diferido e nesse período condições precedentes e/ou suspensivas poderão ser contempladas para o efetivo fechamento da operação e assunção do *target* pelo comprador, denominado de *interim period*⁹⁵.

Quanto à sua extensão, o *interim period* se prolongará conforme a complexidade para atender as condições estabelecidas. Essas condições variam de acordo com os objetivos das partes na transação e podem ir desde as aprovações societárias, aprovação de credores, reorganizações societárias da companhia, autorizações de órgãos reguladores, segregação de ativos, encerramento de disputas judiciais, dentre muitas outras⁹⁶.

No decurso desse período o negócio já ‘vendido’ ficará relativamente engessado. Isto porque o vendedor não poderá administrá-lo plenamente, tampouco o comprador, sob pena de configurar, por exemplo, o *gunjumping*⁹⁷ – que é a assunção prematura das atividades das partes envolvidas no ato de concentração antes da autorização do CADE – no caso de uma operação que envolva uma S.A. Logo, é preciso dispor de mecanismos lícitos para que o negócio sobreviva da maneira mais saudável e menos desgastante possível enquanto a operação não for concluída⁹⁸.

Esse é o contexto no qual os compradores tentam se proteger através de previsões contratuais⁹⁹ e é nele que cabe estudar mais profundamente o objeto específico do presente trabalho, a cláusula MAC.

⁹⁴FREUND, 1975.

⁹⁵BOTREL, 2017.

⁹⁶WALD, 2009.

⁹⁷BRASIL. Ministério da Justiça. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Guia para Análise da Consumação Prévia de Atos de Concentração Econômica**. Maio, 2015. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/gun-jumping-versao-final.pdf>. Acesso em 13 jul. 2022. (pp.8-9) [No exemplo, *gunjumping* refere-se à integração prematura das atividades das partes envolvidas no ato de concentração antes da autorização do CADE. Guia para análise de consumação prévia de atos de concentração econômica.]

⁹⁸AULA 4 –Estruturas das operações de M&A - I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições, 2020.

⁹⁹BOTREL, 2017.

3 A CLÁUSULA MAC

Esse trabalho de conclusão de curso é uma revisão bibliográfica significando que, de forma geral, trata-se da revisão de pesquisas e das discussões de outros autores sobre o tema. Ocorre que cada um desses autores usou a linguagem de sua preferência, logo, para evitar confusão de conceitos, teses e entendimentos, antes de iniciar a análise da MAC, é preciso esclarecer pontos sobre as terminologias que aparecerão nesse capítulo e merecem prévio detalhamento.

Primeiro, passemos à explicação sobre o uso sinônimo dos termos “efeito” e “evento” e depois a diferenciação entre os termos ‘material’ e ‘relevante’. Isto porque ao longo dessa exposição será possível notar que os autores consultados utilizam ambos termos e referem-se ora à “Efeito material adverso” ora “Evento adverso relevante” e assim por diante.

O “evento” é a situação que as partes convencionaram no contrato e a partir da qual a aplicação da MAC se justifica. Ou seja, é uma ocorrência no mundo dos fatos, uma circunstância, um fenômeno que justificaria o encerramento da operação, tal qual a ocorrência de uma pandemia. O ‘efeito’, por sua vez, é a consequência do “evento”, é o resultado do evento sobre a *target*.

Nesse trabalho necessário se faz observar ambos os termos como sinônimos, já que quando se referem à “Evento material adverso” os autores não falam sobre o evento em si, mas sim sobre o efeito que o evento causou (na *target*).

Por fim, o termo ‘material’ está relacionado com a materialidade do efeito/evento que é, em última análise, a relevância desse efeito/evento.

No decorrer dessa exposição esses pontos ficarão mais claros, em especial após as explanações da seção 3.3.

3.1 ORIGEM E DEFINIÇÃO

A cláusula MAC, objeto deste estudo, deriva do sistema *Common Law*, que tem fundamento no “direito comum”, ou seja, seu sistema jurídico tem como principal característica os precedentes criados a partir de casos jurídicos; diferentemente do aplicável ao ordenamento jurídico brasileiro, que é baseado no *Civil Law*, ou seja, fundado em leis e códigos.

As MAC se originaram na regulação norte americana do mercado de valores mobiliários e “seu primeiro registro foi identificado na obrigatoriedade de divulgação de atos,

fatos e eventos que causem à companhia efeitos materiais adversos, conforme previsão feita na *Securities Exchange Act*, promulgada nos Estados Unidos da América em 1934”¹⁰⁰. Essa espécie de cláusula seguiu sendo utilizada por juristas e profissionais da área desde então.

A MAC é uma espécie de cláusula contratual que integra atualmente os contratos de M&A¹⁰¹ e, portanto, faz parte dos instrumentos jurídicos que viabilizam essas operações. É um dos muitos mecanismos importados da prática estrangeira relacionada às operações de fusões e aquisições¹⁰².

Esse mecanismo contratual proporciona segurança às partes à medida que o contrato definitivo foi pensado em um contexto empresarial que pode ser modificado pela ocorrência de eventos imprevisíveis durante a fruição do *interim period*. Sobre a previsão de cláusulas MAC neste período, Arnold Wald¹⁰³ aponta:

Tais cláusulas são conhecidas, na literatura norte-americana, como *bringdown conditions* e conferem segurança às partes durante o período necessário ao cumprimento de condições suspensivas à eficácia da operação (que variam de acordo com os objetivos almejados pelas partes na transação).

Sérgio Botrel também define essa cláusula como “aquela que trata da possibilidade de o negócio ser desfeito caso durante o período de verificação das condições suspensivas ocorra algum *evento material adverso*”¹⁰⁴.

Por sua vez, Arnold Wald¹⁰⁵ destaca a função dessas disposições frente um contexto empresarial mutável:

[...] conferir o direito a uma das partes signatárias do contrato de denunciá-lo (*walk away right*) caso eventos externos à sua vontade produzam efeitos comerciais, financeiros ou legais adversos à outra parte, de forma a prejudicar substancialmente as bases da operação.

Ou seja, esta cláusula deverá especificar os eventos ou circunstâncias em que o comprador poderá não concluir uma transação de M|&A, podendo se eximir do que fora previamente pactuado ou possa repactuar condições previstas.

¹⁰⁰FISCALL CORPORETE. **M&A cláusula de MAC e MAE**: O que são e quando devem ser utilizadas? 09 nov. 2020. Disponível em: <https://www.fiscallsolucoes.com.br/blog/post/m-clausula-de-mac-e-mae-o-que-sao-e-quando-devem-ser-utilizadas>. Acesso em: 09 jul. 2022.

¹⁰¹BOTREL, 2017.

¹⁰²SAYDELLES, 2021.

¹⁰³WALD, *op. cit.* p. 57

¹⁰⁴ BOTREL, *op. cit.*, p. 401.

¹⁰⁵ WALD, 2009, p. 55-56.

Trata-se, portanto, de uma convenção entre as partes no instrumento contratual definitivo que operacionaliza a alocação de riscos se, porventura, um ‘efeito material adverso’ ficar caracterizado na *target*¹⁰⁶.

Repisa-se acerca das alternativas da previsão, que é cediço que embora possa determinar o encerramento do negócio – e seja majoritariamente citada na literatura a partir dessa utilidade – sabe-se que a cláusula MAC também pode prever a renegociação das condições pactuadas ou renegociação, inclusive, do preço ajustado¹⁰⁷.

Essa cláusula é uma convenção frente aos riscos enfrentados pelas partes no decorrer de uma operação de M&A. É o mecanismo contratual encontrado para driblar eventualidades que podem vir a ocorrer e sobre as quais não há conhecimento ou controle:

Os riscos associados às operações, condições e desempenho esperado dos alvos de aquisição levaram os negócios, empresas e participantes do setor a elaborar uma maneira pela qual eles possam sair de um acordo sem enfrentar qualquer responsabilidade contratual (tradução nossa)¹⁰⁸.

Há diversas formas de provisionar uma cláusula dessa espécie que pode ser mais abrangente ou mais restritiva no que tange a definição de efeito adverso ou ao período no qual cabe sua aplicação. A seguir apresentar-se-ão algumas das estruturas mais comuns de cláusulas MAC cujos exemplos foram selecionados de contratos de M&A, conforme convém para o escopo deste trabalho.

3.2 ESTRUTURA

3.2.1 Os Formatos de MAC

A cláusula MAC pode ser provisionada como uma *closing condition* – condição de fechamento – onde o adquirente pode não fechar o negócio se o vendedor tiver sofrido um efeito

¹⁰⁶HENSSLER *Apud* SÁ, Fernando Oliveira de. Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas. **Direito Comercial e das Sociedades Comerciais**, Universidade Católica, v. 1, n. 1, p. 428, jan. 2012. Disponível em: <https://revistas.ucp.pt/index.php/direitoejustica/article/view/9866/9591> Acesso em: 28 jun. 2022.

¹⁰⁷CLÁUSULAS MAC e MAE: Arbitragem em M&A, 2021.

¹⁰⁸DEB, Aratrika. Material Adverse Change Clause. **VIT Law Review**, n. 1, v. 1, pp. 43-57. Disponível em: <https://chennai.vit.ac.in/files/material%20adverse%20change%20clause.pdf>. Acesso em: 09 jul. 2022, p. 43-44. [No original: *The risks associated with the operations, financial conditions and expected performance of the acquisition targets led business enterprises and industry participants to devise a way in which they could walk out of a deal without facing any contractual liability.*].

material adverso durante a transação¹⁰⁹, como no exemplo abaixo, colhido de minuta contratual numa operação de compra de ações¹¹⁰:

Condições para o fechamento da Compradora. As obrigações da Compradora neste instrumento de deixar de praticar quaisquer dos Atos do Fechamento são condicionadas, de acordo com o artigo 125 do Código Civil, ao cumprimento ou renúncia (quando aplicável, sujeito às disposições da Cláusula 5.4) pela Compradora de cada uma das seguintes condições suspensivas (‘Condições para o Fechamento da Compradora’ e, em conjunto com as Condições para o Fechamento dos Vendedores, as ‘Condições para o Fechamento’): [...]

(i) **desde 31 de dezembro de 2012, não deverá ter ocorrido nenhum Efeito Adverso Relevante** (grifo nosso).

Além disso, essa previsão pode constar no contrato como uma declaração de que em um período determinado não se constatou na empresa-alvo a ocorrência de um efeito material adverso, acompanhada da possibilidade que permite ao adquirente se eximir do fechamento do negócio se essa declaração for falsa¹¹¹.

Para ilustrar essa hipótese, Arnold Wald¹¹² apresenta a seguinte dicção: “Desde 5 de novembro de 2008, nenhum evento MAC ocorreu com a companhia X”. Além disso, apresenta-se abaixo texto retirado de um contrato de aquisição de ações¹¹³ no qual a MAC encontra-se nesse formato:

8.1 Declarações e Garantias da Vendedora. **Pelo presente instrumento, a Vendedora presta à Compradora as declarações e garantias a seguir, as quais a Vendedora declara serem verdadeiras e corretas na data deste instrumento:** [...]

8.1.6 Ausência de Efeito Adverso Relevante, Condução dos Negócios. **Desde a Data Base não foi verificado qualquer Efeito Adverso Relevante [...]**. (grifo nosso).

¹⁰⁹THREET, Hunther C. The Definition of Material Adverse Change: Balancing Risk in Merger Agreements Under Delaware Law. **Transactions: The Tennessee Journal of Business Law**, v. 18, 2017, pp. 1007-1028. Disponível em: <https://ir.law.utk.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1406&context=transactions>. Acesso em 14 jul. 2022, p. 1008.

¹¹⁰CONTRATO de compra de ações celebrado entre PGI Polímeros Brasil SA com alguns fundos de investimento em 2014. Disponível em: [https://sistemas.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-2014-07376/20140620_Contrato_de_Compra_e_Venda_de_A%C3%A7%C3%B5es_\(SPA\).pdf](https://sistemas.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-2014-07376/20140620_Contrato_de_Compra_e_Venda_de_A%C3%A7%C3%B5es_(SPA).pdf). Acesso em 14 jul. 2022.

¹¹¹THREET, *op. cit.*

¹¹²WALD, 2009, p. 57.

¹¹³CONTRATO de compra e venda de ações celebrado em 26 de abril de 2018 por e entre ITAÚSA - investimentos ITAÚ S.A. na qualidade de Vendedora KILIMANJARO brasil partners I B - fundo de investimento em participações multiestratégia investimento no exterior na qualidade de Compradora e ainda, na qualidade de parte interveniente, ELEKEIROZ S.A. Disponível em: https://sistemas.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-2018-04437/20180807_Contrato_de_Compra_e_Venda_de_A%C3%A7%C3%B5es.pdf. Acesso em 14 jul. 2022. [Contrato firmado entre Itaú S.A e Kilimanjaro Brasil Partners em 2018].

Podem também ambos os formatos de cláusulas constarem no mesmo contrato, ou seja, estabelecer como condição de fechamento que a declaração de ausência de efeito material adverso seja fidedigna, conforme abaixo¹¹⁴:

(i) as declarações e garantias prestadas pelos Acionistas Fundadores da Localiza e pela Localiza, neste Acordo, são verdadeiras e corretas na data deste Acordo, bem como na Data de Fechamento, em todos os seus aspectos relevantes (exceto na medida em que tais declarações e garantias se refiram especificamente a uma data diferente), ressalvado, entretanto, que os Acionistas Fundadores da Localiza e a Localiza poderão atualizar referidas declarações e garantias com eventos, atos e/ou fatos ocorridos ou conhecidos entre esta data e a Data de Fechamento, eventos, atos e/ou fatos estes que, caso resultem, no agregado, em um Efeito Adverso Relevante, darão à Unidas e aos Acionistas Fundadores da Unidas o direito de rescindir antecipadamente este Acordo nos termos da Cláusula 9.1 abaixo; [...]

(iii) A Localiza assinará e entregará uma certidão confirmando que (a) não houve nenhum Efeito Adverso Relevante com relação à Localiza e/ou suas Afiliadas, até a Data de Fechamento [...]. (grifo nosso).

3.2.2 A amplitude da MAC

As cláusulas MAC também podem ser divididas em genérica e específica. A diferença é que as primeiras preveem uma relevância ampla do que possa resultar num efeito material adverso e, as segundas, além dessa previsão acompanham elementos que condicionam ou limitam a extensão e o significado da alteração material adversa¹¹⁵.

Para operar a extensão do significado da MAC nas cláusulas específicas, encontra-se a definição de efeito material adverso acompanhada de *inclusions* e *carve-outs*. As *inclusions* esclarecem mudanças que, se ocorridas, constituirão eventos materiais adversos e, portanto, se enquadrarão na MAC prevista.

Por outro lado, os *carve-outs* elencam os eventos que se enquadrariam na MAC pela definição, mas que as partes decidiram por excluir¹¹⁶. A *carve-out* é, portanto, uma exceção à

¹¹⁴ACORDO de incorporação de ações: Celebrado por e entre Localiza Rent a Car S.A. Companhia de Locação das Américas e José Salim Mattar Júnior, Eugênio Pacelli Mattar, Antônio Cláudio Brandão Resende, Flávio Brandão Resende, Luis Fernando Memoria Porto, Sérgio Augusto Guerra De Resende, Rcc Participações Sociais Ltda. Dirley Pingnatti Ricci Sf 166 Participações Societárias S.A. 22 de setembro de 2020. Disponível em: <https://static.poder360.com.br/2020/09/acordo-localiza-e-unidas.pdf>. Acesso em 14 jul. 2022, p. 22. [Contrato entre Localiza e Unidas em 2020].

¹¹⁵SÁ, 2012, p. 431.

¹¹⁶ADAMS, Kenneth A. **A Legal Usage Analysis of "Material Adverse Change" Provisions**, 10 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 9, 2004. Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/jcfl/vol10/iss1/2/>. Acesso em: 29 Jun. 2022.

aplicação da MAC, logo, o resultado de prever uma *carve-out* é o deslocamento do risco que seria absorvido pelo vendedor, para o comprador¹¹⁷.

A cláusula a seguir, retirada de uma minuta contratual elaborada para uma operação de compra de unidade produtiva¹¹⁸, foi propositalmente dividida em três partes como forma de melhor ilustrar uma provisão MAC genérica, uma *inclusion* e um *carve-out*.

Primeiro há uma MAC genérica:

“Efeito Adverso Relevante” significa qualquer circunstância, condição, evento, alteração ou ocorrência (“Evento”) que, individualmente ou em conjunto com um ou mais Eventos, afete de forma adversa e relevante, (i) os Negócios, as condições financeiras ou operacionais, os ativos e/ou os resultados das operações da Companhia; ou (ii) a capacidade da Companhia e das Partes de cumprir as obrigações aqui assumidas e consumir os negócios jurídicos aqui previstos, dentro dos prazos aqui determinados.

Na sequência, as partes dispuseram uma *inclusion* relacionada a valores:

Sem limitar o quanto disposto acima, quaisquer Eventos que, individualmente ou em conjunto com um ou mais Eventos, acarretem em uma Perda (e, não obstante a definição de Perda e exclusivamente para fins desta definição de Efeito Adverso Relevante, incluirá lucros cessantes e perda de receita), contingente ou efetiva, impactos financeiros negativos, imposição de pagamentos ou desembolsos em um valor igual ou superior a R\$ 100.000.000,00 (cem milhões de reais), serão necessariamente considerados e interpretados como um “Efeito Adverso Relevante” para fins deste Contrato.

Por fim, determinaram um *carve-out*:

Não obstante, nenhum Evento será considerado um “Efeito Adverso Relevante” para fins deste Contrato quando oriundo de ou imputável a qualquer dos fatores enumerados a seguir, isoladamente ou em conjunto entre si: (a) alterações gerais nas condições econômicas ou políticas que afetem, de modo geral, os setores ou mercado em que a Companhia e a Compradora operam; (b) atos de guerra (declaradas ou não), sabotagem ou terrorismo, ações militares ou escalada militar após a presente data, (c) desdobramentos previsíveis, na data de celebração deste Contrato, de pandemias e crises de saúde pública, ou (d) quaisquer mudanças das Leis ou normas contábeis ou tributárias aplicáveis, ocorridas após a presente data; observado, no entanto, que qualquer Evento oriundo ou imputável às hipóteses “(a)” a “(d)” acima não será

¹¹⁷SOMOGIE, Nathan. **Failure of a "Basic Assumption e of a "Basic Assumption"**: The Emer ": The Emerging Standarging Standard for Excuse Under MAE Provisions: 2009.

¹¹⁸MINUTA DE CONTRATO de compra e venda de ações sob unidade produtiva isolada e Outras avenças. Celebrado entre, de um lado Oi Móvel S.A. – em recuperação judicial, Telemar Norte Leste S.A. – em recuperação judicial e, de outro lado [compradora] e, como intervenientes anuentes Caliteia RJ Infraestrutura e Redes de Telecomunicações S.A. e Oi S.A. – em recuperação judicial. 10 set. 2020. Disponível em: <https://recuperacaojudicialoi.com.br/wp-content/uploads/2020/10/anexo-i-edital-upi-torres-minuta-do-contrato-de-compra-e-venda-da-upi-torres-fls-478.304-478.622.pdf>. Acesso em 14 jul. 2022. [Contrato que compôs a proposta de UHRYNUK sanção entre Telemar Norte Leste SA pela Oi Móvel AS]

desconsiderado para fins de caracterização de um Efeito Adverso Relevante apenas se e à medida em que tal Evento gere um impacto adverso desproporcional sobre os Negócios ou operações da Companhia, quando comparado com outras Pessoas que operem nos mesmos setores e mercados de atuação de tais Pessoas

Na explanação acima destacamos os tipos mais comuns de MAC classificados quanto a forma e amplitude. Trata-se aqui de uma introdução para o que vem a seguir, pois, na prática, a questão temática deságua em diversas controvérsias, em especial, relacionadas à caracterização do efeito material adverso em si.

3.3 A CARACTERIZAÇÃO DO EFEITO MATERIAL ADVERSO

O fator determinante para a aplicação de uma cláusula MAC é a possibilidade de, em um caso concreto, restar caracterizado o efeito material adverso que se previu no contrato¹¹⁹. Essa caracterização é bastante complexa de ser aferida pois depende i) da definição dos eventos (*inclusions* e *carve-outs*) e ii) da definição de ‘materialidade’ nessas cláusulas.

3.3.1. Eventos

No que diz respeito a definição dos eventos que compõem a MAC, isso depende exclusivamente de cada tipo de transação ou negócio e daquilo que foi estabelecido pelas partes.

Cabe, no entanto, um alerta aos contratantes, pois durante a escolha dos termos para a elaboração da MAC, é preciso ter cuidado com aquilo que definimos como “evento adverso relevante”, porque, na eventualidade de invocar essa cláusula é preciso que a demonstração desse evento seja possível¹²⁰.

Por outro lado, em relação a materialidade, algumas considerações podem ser levantadas.

3.3.2. A Interpretação da ‘Materialidade’

O cerne da questão em apreço é a ausência de um conceito único para a sua materialidade no contexto das cláusulas MAC¹²¹. Assim, cabe muita atenção na definição dos termos da cláusula MAC a ser inserida no contrato, pois, por não existir cláusula padrão, a

¹¹⁹SOMOGIE, 2009.

¹²⁰WEST, Glenn. *Avoiding the Mindless Use of the Brainless MAC Clause*. 2017.

¹²¹SOMOGIE, *op. cit.*

interpretação desses termos, por vezes, é motivo de discordância entre as partes já que, no momento do estabelecimento da MAC no contrato, os contratantes deixam de defini-la ou de especificar com riqueza de detalhes quais eventos desencadeariam a sua aplicação.¹²²

Como mencionado, a MAC é uma cláusula bastante utilizada na prática contratual inglesa e norte americana, havendo, inclusive, uma corte no Estados Unidos que se tornou referência na resolução de casos como esses: a *Delaware Court of Chancery*. A corte é tida como referência porque, embora as suas decisões não sejam vinculantes aos demais tribunais no país, vários deles tomam seus encaminhamentos como orientação na resolução de disputas que envolvem a aplicação de princípios de direito societário¹²³.

Essa corte analisou diversos casos em que a interpretação de cláusulas MAC foi necessária ou fez parte do escopo decisório, destacando-se um caso de 2001 quando julgou a demanda da Tyson Foods *versus* IBP Inc. Esse é considerado um caso emblemático sobre o tema¹²⁴, principalmente, diante da “intensa publicidade bem como da significativa atenção que a corte deu à interpretação da MAC”¹²⁵.

Antes dessa decisão, a MAC era interpretada de modo favorável aos compradores e a partir dela os tribunais tornaram-se muito mais exigentes quanto à caracterização do efeito material adverso.

Em poucas palavras, no mundo pré-IBP, as cláusulas MAC eram amigáveis ao comprador, principalmente no contexto de fusão. Uma revisão de aproximadamente trinta casos abordando cláusulas MAC de 1975 a 2001 revela que a maioria das decisões favoreceu o comprador (tradução nossa)¹²⁶.

Sobre o caso, West¹²⁷ esclarece:

¹²²SOMOGIE, 2009.

¹²³SOMOGIE, *op.cit.*, p. 93.

¹²⁴*Ibidem.*, p. 81-112.

¹²⁵MONSON, Bryan. **The modern MAC: Allocating deal risk in the post-ibp v. Tyson world.** [s. l], p. 769-804, jan. 2021, p. 781

¹²⁶BRICKER, Ross B.; BEEMER, Courtney M.; NEWMAN, Jodi K.. **Living In a Material World: The Evolution, Purpose, and Future of Material Adverse Change Clauses.**, Disponível em: https://jenner.com/system/assets/publications/598/original/Bricker_Newman_Bloomberg.pdf?1319787636 Acesso em 14 jul. 2022, p .2. [No original: *In a nutshell, in the pre-IBP world, MAC Clauses were buyer-friendly, particularly in the merger context. A review of approximately thirty cases addressing MAC Clauses from 1975 through 2001 reveals that the majority of decisions favored the buyer.*]

¹²⁷WEST, 2017. [No original: *It's been 16 years since then Vice Chancellor Leo Strine ordered Tyson Foods to complete its merger with IBP despite claims by Tyson Foods that an MAE clause had been tripped as a result of a significant drop in IBP's earnings for the last few quarters, as well as some alleged accounting irregularities at one of IBP's subsidiaries.*]

Faz 16 anos desde que o vice *chancellor* Leo Strine obrigou a Tyson Foods a completar sua fusão com a IBP, apesar das alegações da Tyson Foods de que uma cláusula MAE havia sido acionada como resultado de uma queda significativa nos lucros da IBP nos últimos trimestres, bem como, algumas supostas irregularidades contábeis em uma das subsidiárias da IBP (tradução nossa).

Essa decisão considerou que o arguido pela Tyson Foods não havia sido relevante o suficiente para caracterizar um efeito material adverso. O tribunal entendeu que as cláusulas MAC, ainda que redigidas de forma ampla, são melhor interpretadas como sendo uma provisão que protege o adquirente da ocorrência de eventos incertos que ameacem substancialmente o potencial geral de ganhos do target a médio e longo prazo¹²⁸.

Basicamente, a Corte interpretou a materialidade do evento ocorrido e, ao final, entendeu que a queda dos lucros da target se deu por um período “curto” e, logo, não justificava a aplicação da MAC na hipótese¹²⁹.

Da análise feita pela corte restaram estabelecidos três critérios a serem avaliados para determinar a materialidade de uma cláusula MAC, a saber: conhecimento, magnitude e duração (do evento)¹³⁰.

Ocorre que, como mencionado, a *Delaware Court of Chancery* é um tribunal referência e, ao longo dos anos, os tribunais continuaram interpretando as cláusulas MAC utilizando essa mesma abordagem¹³¹.

Outro grande caso envolveu duas refinarias de petróleo em 2003, a Frontier Oil Corp. *versus* Holly Corp¹³² que pretendiam incorporar seus negócios. Ocorre que antes de o acordo ser fechado, a Holly tomou conhecimento de um processo judicial movido contra uma das subsidiárias da Frontier e alegou que esse fato impôs sérias ameaças a operação já que entendia que o resultado da demanda seria financeiramente catastrófico. Logo, o acontecido estava dentro do escopo da cláusula MAC estabelecida pelas partes, o que autorizava a sua aplicação e, com isso, a renegociação das condições.

Por sua vez, a Frontier afirmou que a parte contrária estava arrependida das condições pactuadas anteriormente e apenas utilizou o ocorrido como meio para renegociar a operação.

A Corte reconheceu que embora o processo judicial pudesse causar consequências catastróficas para a Frontier, o ônus de provar essa probabilidade era da Holly e esta não havia

¹²⁸ WEST, 2017.

¹²⁹ *Idem*.

¹³⁰ *Idem*.

¹³¹ *Idem*.

¹³² SOMOGIE, 2009, p. 95.

conseguido fazê-lo, assim, o desfecho decisório, mais uma vez, passou pela interpretação da materialidade do evento:

Como o resultado provável (do processo) era incerto, o tribunal não estava disposto a tentar quantificar qualquer indenização por danos em potencial e, embora o tribunal tenha estimado as despesas potenciais de defesa da ação, considerou que a *Frontier* poderia absorvê-los sem experimentar um MAE. Uma vez novamente, o *Delaware Chancery Court* recusou-se a dispensar a obrigação de um comprador fechar com base em uma disposição do MAE (tradução nossa)¹³³.

Anos mais tarde, em 2007, a discordância sobre os termos escolhidos em uma cláusula MAC levou o caso *Hexion versus Huntsman's*, duas grandes companhias químicas, à *Delaware*. No acordo entre as duas empresas constava uma cláusula MAC relativamente padrão que incluía *carve-outs* relacionados às mudanças no mercado econômico e financeiro, além de mudanças na indústria química em geral denominadas de 'efeitos desproporcionais'¹³⁴.

O acordo de fusão tinha uma definição relativamente padrão de um efeito adverso relevante: "qualquer ocorrência, condição, mudança, evento ou efeito que seja materialmente adverso à condição financeira, negócios ou resultados das operações [da Huntsman], tomado como um todo." Essa definição teve exclusões, entre outras coisas, mudanças na indústria química em geral, além daquelas que teriam um efeito desproporcional na Huntsman como um todo em comparação com outras na indústria química.¹³⁵

Num primeiro momento, a Hexion argumentou que uma mudança nas indústrias químicas de maneira geral poderia configurar um efeito material adverso se a Huntsman's tivesse sido afetada desproporcionalmente. Logo, fundamentou seu pedido de rescisão do acordo em decorrência de vários trimestres de resultados financeiros decepcionantes da target. Tal comparação se deu entre a Huntsman's e outras empresas do mesmo ramo, arguindo-se a falta de performance como forma de invocar a cláusula prevista no contrato.

¹³³SOMOGIE, 2009, p. 96. [No original: *Because the likely outcome was uncertain, the court was unwilling to try to quantify any potential damage award, and although the court did estimate the potential expenses of defending the action, it found that Frontier could absorb them without experiencing an MAE.*⁸ Once again, the Delaware Chancery Court refused to excuse a buyer's obligation to close on the basis of an MAE provision].

¹³⁴*Idem*.

¹³⁵DELAWARE. **Hexion v. Huntsman**: Delaware Court of Chancery Interprets "Material Adverse Effect" and "Knowing and Intentional Breach" of Merger Agreement. Disponível em: <https://www.perkinscoie.com/en/news-insights/hexion-v-huntsman-delaware-court-of-chancery-interprets-material.html>. Acesso em 15 jul. 2022. [No original: *The merger agreement had a relatively standard definition of a material adverse effect: "any occurrence, condition, change, event or effect that is materially adverse to the financial condition, business, or results of operations of [Huntsman], taken as a whole." This definition had carve-outs for, among other things, changes in the chemical industry generally, other than those that would have a disproportionate effect on Huntsman as a whole compared to others in the chemical industry*]

No entanto, a corte decidiu que como os “efeitos desproporcionais” constavam numa *carve-out*, essa exclusão que contava com a comparação da Huntsman’s com pares da indústria química não se aplicava a menos que o tribunal primeiro concluísse se a Huntsman’s havia sofrido um efeito adverso material, a partir da definição padrão de efeito material adverso no *caput* da cláusula.

Nesse sentido, a Hexion lançou mão de vários argumentos para tentar configurar o efeito material adverso. O primeiro foi que a Huntsman’s teve um desempenho materialmente inferior em relação as próprias projeções de performance apresentadas na transação. Todavia, através de depoimentos e documentos o tribunal concluiu que a Hexion estava ciente de que a Huntsman’s poderia não atingir as projeções apresentadas no momento do *signing*, logo, o risco de não atender a tais previsões tinha sido contratualmente alocado para a Hexion.

Depois, a Hexion arguiu que a Huntsman’s teve um desempenho inferior quando comparado a períodos anteriores, mas o tribunal rejeitou esse argumento com base na evidência de que uma redução nos lucros havia também sido prevista pela Hexion. Por ter sido prevista a redução nos rendimentos não poderia, sequer ser arguida como motivadora da rescisão, logo, não teria o condão de caracterizar um efeito material adverso.

Por fim, a Hexion ainda argumenta o baixo desempenho de duas das plantas industriais da Huntsman’s que deveriam contribuir significativamente para a companhia. Mas o tribunal não viu sentido em analisar esses declínios isoladamente já que a cláusula MAC inferia a análise da companhia como um todo, além de se tratar de uma baixa de desempenho considerada ‘cíclica’ e, portanto, passageira.

Ou seja, novamente, o que a Corte praticou foi a avaliação da materialidade do ocorrido – se o ‘baixo desempenho’ da Huntsman's era relevante o suficiente para caracterizar o acionamento de uma cláusula MAC. Isso porque concluiu que a aquisição da Huntsman’s pela *Hexion* se deu como parte de uma estratégia de longo prazo e o efeito adverso na perspectiva de longo prazo não era significativo o suficiente para representar um *Material Adverse Effect*.

O tribunal considerou que na "ausência linguagem clara para inferir o contrário, o ônus da prova em relação a um efeito material adverso recai da parte que pretende escusar a sua execução nos termos do contrato"¹³⁶ coisa que a Hexion não conseguiu demonstrar.

¹³⁶SOMOGIE, 2009, p. 96. [No original: *absent clear language to the contrary, the burden of proof with respect to a material adverse effect rests on the party seeking to excuse its performance under the contract.*].

Outros casos são mencionados na literatura e chegaram à análise dessa corte nos anos seguintes, mas apenas em 2018, no caso *Akorn versus Fresenius*, é que a *Delaware Court of Chancery* decidiu que o comprador poderia se escusar de fechar o negócio em virtude de uma MAC¹³⁷.

No caso em apreço, a Fresenius é uma companhia farmacêutica sediada na Alemanha, qualificada como adquirente. Na operação uma subsidiária integral da Fresenius, chamada Quercus, iria incorporar a Akorn, empresa farmacêutica americana sediada em Illinois, qualificada como vendedora. Essa última fez amplas representações sobre sua conformidade frente a órgãos regulatórios e comprometeu-se a operar no curso normal dos negócios até o fechamento da operação.

No contrato as partes provisionaram uma cláusula MAC no formato *closing condition*, e a condição de fechamento era a seguinte: se as representações e garantias da Akorn não fossem verdadeiras ou não pudessem ser sanadas até a data de 24 de abril de 2018, a Fresenius poderia invocar a MAC. Assim, a obrigação da Fresenius em manter o acordo estava condicionada a Akorn não ter sofrido um Efeito Adverso Relevante.

Porém, caso a necessidade de aprovação do órgão antitruste fosse a única condição de fechamento que ainda não havia sido cumprida até aquela data, então a data automaticamente mudaria para 24 de julho de 2018.

Ainda, a Fresenius só não poderia invocar a cláusula MAC se estivesse em falta com suas próprias obrigações em relação ao acordo. Outra condição resolutiva é que, se ambas as datas passassem, no entanto, quaisquer delas, ou seja, tanto a Fresenius quanto Akorn poderiam rescindir, desde que a causa principal da rescisão não fosse uma violação/falha da própria parte que intenta a rescisão.

Depois de fechar o acordo, datado do primeiro trimestre de 2017, a performance da Akorn caiu drasticamente, em especial no seu segundo trimestre, e a empresa atribuiu isso a entrada de concorrentes no mercado e a perda de um contrato importante. Porém, a sua performance continuou caindo em julho/agosto e no trimestre seguinte a Fresenius passou a receber denúncias anônimas sobre desconformidades das atividades da Akorn em relação aos

¹³⁷WEINSTEIN, Gail; RICHTER, Philip; EPSTEIN, Steven. **Court of Chancery Finds Pandemic Was not an** **Mac:** Snow Phipps. May 20, 2021. Disponível em: [HTTPS://CORPGOV.LAW.HARVARD.EDU/2021/05/20/COURT-OF-CHANCERY-FINDS-PANDEMIC-WAS-NOT-AN-MAE-SNOW-PHIPPS/#:~:TEXT=THE%20COURT%20FOUND%20THAT%20DECOPAC'S,IN%20TIMES%20OF%20DECLINING%20SALES](https://corpgov.law.harvard.edu/2021/05/20/court-of-chancery-finds-pandemic-was-not-an-mae-snow-hipps/#:~:text=THE%20COURT%20FOUND%20THAT%20DECOPAC'S,IN%20TIMES%20OF%20DECLINING%20SALES). Acesso em: 08 jul. 2022.

órgãos regulamentares, em especial, a FDA – *Food and Drug Administration* (um dos principais órgãos reguladores da indústria farmacêutica nos Estados Unidos).

A Fresenius então investigou e descobriu algumas falhas nas informações a si remetidas e, em decorrência disso, em abril de 2018 comunicou que estava pondo fim ao acordo.

Dentre as justificativas da adquirente para a ruptura da contratualização via acionamento da cláusula MAC estava a que apontava que as representações da Akorn em relação a conformidade com órgãos reguladores eram tão incorretas que o desvio poderia razoavelmente resultar em um Efeito Adverso Relevante.

Visando a obrigação de continuidade da pactuação, a Akorn ingressou com um processo tentando forçar a adquirente a continuar com a operação. Diante da postura da Fresenius, que havia recebido denúncias anônimas, o tribunal comentou:

Este caso é marcadamente diferente. A Fresenius respondeu a uma dramática, inesperada e específica desaceleração da empresa nos negócios da Akorn que começou no trimestre após a assinatura. Após consultar a Akorn sobre os motivos do declínio e receber respostas, a Fresenius começou a avaliar adequadamente seus direitos contratuais sob o acordo. Ao fazê-lo, a Fresenius continuou a avançar com a transação. Mais tarde, a Fresenius recebeu cartas de denunciante que faziam alegações alarmantes sobre dados problemas de integridade na Akorn. Mais uma vez, a Fresenius consultou Akorn, depois confiou em acordo de acesso informacional no Contrato de Incorporação para conduzir uma investigação. Este também foi adequado, porque os compradores obtêm direitos de informação para que possam continuar avaliando o vendedor após a assinatura e determinar se deve fechar.¹³⁸

Ocorre que a cláusula MAC prevista no acordo falava sobre a conformidade da Akorn para com os órgãos regulatórios da indústria farmacêutica, dentre eles o FDA e o DEA – *Drug Enforcement Administration*. Assim, o que a Fresenius precisou comprovar foi que i) as Declarações de Conformidade Regulamentar prestadas pela Akorn eram imprecisas e ii) essa imprecisão causou um desvio entre o que a Akorn dizia ser e o que efetivamente era e esse desvio configurava um efeito adverso relevante.

¹³⁸DELAWARE. In the Court of Chancery of the State of Delaware. C.A. No. 2018-0300-JTL. Akorn, INC., v. Fresenius Kabi AG, Quercus Acquisition, INC., and Fresenius SE & CO. KGAA. Date Submitted: September 25, 2018 Date Decided: October 1, 2018. Disponível em: <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=279250>. Acesso em: 08 jul. 2022, p. 6. [No original: *This case is markedly different. Fresenius responded to a dramatic, unexpected, and company-specific downturn in Akorn's business that began in the quarter after signing. After consulting with Akorn about the reasons for the decline and receiving unconvincing answers, Fresenius appropriately began evaluating its contractual rights under the Merger Agreement. While doing so, Fresenius continued to move forward with the transaction. Later, Fresenius received whistleblower letters that made alarming allegations about data integrity issues at Akorn. Once again, Fresenius consulted with Akorn, then relied on an informational access covenant in the Merger Agreement to conduct an investigation. That too was proper, because buyers obtain informational rights so they can continue to evaluate the seller after signing and determine whether to close*].

Desta forma, coube novamente ao tribunal interpretar se o desvio configurava um efeito material adverso ou não. Restando ao final reconhecido:

A dimensão qualitativa da análise do efeito material adverso apoia fortemente a descoberta de que os problemas regulatórios da Akorn seriam razoavelmente esperados para resultar em um efeito adverso relevante. Há evidências esmagadoras de violações regulatórias generalizadas e problemas de *compliance* na Akorn. Esses problemas existiam na assinatura e pioraram, em vez de melhorar, durante o período entre a assinatura e a comunicação de rescisão da Fresenius¹³⁹. (tradução nossa).

Dessa forma, o tribunal entendeu que:

A Fresenius rescindiu validamente o Acordo de Fusão porque as Declarações de Conformidade Regulamentar da Akorn eram falsas, o desvio das declarações não poderia ser sanado até a data estipulada e o grau de desvio seria razoavelmente esperado para resultar em um MAE Regulatório. Este cenário fez com que a *Bring-down condition* falhasse de forma incurável e deu direito à Fresenius de rescindir¹⁴⁰

Diante dos casos acima, o que se observa, portanto, é que a caracterização do efeito material adverso na prática é questão de bastante controvérsia já que a aferição da materialidade dos eventos ocorridos é interpretada. Nos Estados Unidos essa interpretação se dá a partir dos três critérios elaborados pela corte¹⁴¹, além de todos os outros aspectos que permeiam as operações e os próprios contratos, tal qual a linguagem escolhida e situações concretas que ocorreram durante *interim period*.

¹³⁹*Idem*. [No original: *The qualitative dimension of the MAE analysis strongly supports a finding that Akorn's regulatory problems would reasonably be expected to result in a Material Adverse Effect. There is overwhelming evidence of widespread regulatory violations and pervasive compliance problems at Akorn. These problems existed at signing and got worse, rather than better, during the period between signing and when Fresenius served its termination notice. Akorn does not dispute that it has problems, only their extent and seriousness*].

¹⁴⁰*Ibidem*, p. 246. [No original: *'Fresenius validly terminated the Merger Agreement because Akorn's Regulatory Compliance Representations were untrue, the deviation from the representations could not be cured by the Outside Date, and the degree of deviation would reasonably be expected to result in a Regulatory MAE. This scenario caused the Bring-Down Condition to fail in an incurable manner and entitled Fresenius to terminate'*].

¹⁴¹DELAWARE, 2018, p. 246.

4 INTERSECÇÕES ENTRE A MAC E O DIREITO BRASILEIRO

4.1 A FORÇA DOS CONTRATOS E ALOCAÇÃO DE RISCOS NO DIREITO BRASILEIRO

Como já mencionado anteriormente a cláusula MAC tem o objetivo de alocar riscos relacionados à eventos incertos e imprevisíveis e tornou-se comum nos contratos de M&A da atualidade:

A Cláusula MAC/MAE – *material adverse change* ou *material adverse effect* (alteração material adversa, evento material adverso ou efeito material adverso) – é bastante comum em contratos de M&A (para não dizer uma cláusula “obrigatória”), e tem como objetivo proteger as partes em razão da ocorrência de um efeito material adverso, que modifique substancialmente as bases da operação¹⁴².

Ou seja, a MAC é uma cláusula onde as partes preveem balizas que norteiam uma eventual revisão de aspectos contratuais (e em quais circunstâncias essa revisão é permitida).

[...] a definição do preço e das demais condições para a realização da transação é feita com base em determinadas premissas que, caso alteradas substancialmente (ou seja, de forma material), podem influenciar na vontade das partes em concluir o negócio em seus termos originais¹⁴³.

Essa cláusula foi, conforme comentou-se, importada da prática contratual estrangeira e recepcionada pelo nosso ordenamento:

A praxe demonstra que nas operações societárias (e financeiras), os contratos redigidos no Brasil “importaram” e “abrasileiraram” a cláusula MAC. Considerando a força dos contratos e a recente Lei que institui a Declaração de Direitos da Liberdade Econômica, que introduziu o artigo 421-A, no Código Civil e sem esquecer dos princípios da autonomia privada das partes, boa-fé objetiva e probidade, é indubitável a validade da cláusula MAC¹⁴⁴.

¹⁴²AGUIAR, Artur. **A Cláusula MAC em contratos de M&A e sua extrema relevância no cenário de pandemia**. Home [página do LinkedIn]. 13 nov. 2020, Disponível em: <https://www.linkedin.com/pulse/cl%C3%A1usula-mac-em-contratos-de-ma-e-sua-extrema-cen%C3%A1rio-arthur-aguiar/?originalSubdomain=pt>. Acesso em 11 jul. 2022.

¹⁴³ANDRADE, Raphael; OLIVEIRA, Wanessa Santana; FERREIRA, Felipe. COVID-19 e operações de fusões e aquisições (M&A): reflexos na due diligence e cláusula MAC. **Andrade Chamas**. Disponível em: <https://www.andradechamas.com.br/post/covid-19-e-operacoes-de-fusoes-e-aquisicoes-m-a-reflexos-na-due-diligence-e-clausula-mac>. Acesso em: 11 jul. 2022.

¹⁴⁴BUSHATSKY, Daniel. Considerações sobre a cláusula MAC no Brasil e sua aplicabilidade na pandemia. **Jota**. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/consideracoes-sobre-a-clausula-mac-no-brasil-e-sua-aplicabilidade-na-pandemia-29052020> Acesso em: 11 de julho de 2022.

A lei a que se refere o excerto acima é a Lei de Liberdade Econômica (Lei 13.874/2019) que inseriu diversos dispositivos na legislação, dentre os quais os artigos 421 e 421-A no Código Civil. Esses dispositivos versam justamente sobre a alocação contratual de riscos no Direito brasileiro, *ipsis litteris*:

Art. 421 – A liberdade contratual será exercida nos limites da função social do contrato.

Parágrafo único. Nas relações contratuais privadas, prevalecerão o princípio da intervenção mínima e a excepcionalidade da revisão contratual.” (NR)

Art. 421-A – Os contratos civis e empresariais presumem-se paritários e simétricos até a presença de elementos concretos que justifiquem o afastamento dessa presunção, ressalvados os regimes jurídicos previstos em leis especiais, garantido também que:

I - as partes negociantes poderão estabelecer parâmetros objetivos para a interpretação das cláusulas negociais e de seus pressupostos de revisão ou de resolução;

II - a alocação de riscos definida pelas partes deve ser respeitada e observada; e

III - a revisão contratual somente ocorrerá de maneira excepcional e limitada.

A presunção, ainda que relativa, de paridade dos contratos empresariais aliada a excepcionalidade da revisão contratual dá para a alocação de riscos estabelecidos pelas partes — tal qual a cláusula MAC se propõe a fazer — uma segurança positivada:

[...] a redação do novo artigo 421-A do Código Civil ao presumir (presunção esta relativa) que os contratos empresariais são paritários (com seus termos negociados pelas partes) e simétricos (partes em igualdade), sendo certo que tal presunção apenas pode ser afastada por elementos concretos. Por consequência, as partes contratantes são livres para estabelecer parâmetros objetivos para a interpretação das cláusulas negociais e estabelecer uma alocação de riscos própria, de tal sorte que eventual revisão do contrato (pelo Poder Judiciário, por exemplo) será limitada e excepcional, ao menos em regra¹⁴⁵.

O ambiente comercial desembaraçado e a afirmação da autonomia contratual no campo dos contratos empresariais — que abrange os contratos de fusões e aquisições — que o dispositivo buscou foram motivos de elogios por profissionais da área:

Em suma, a nova Lei da Liberdade Econômica busca criar um sistema especial para os contratos empresariais, priorizando o respeito ao pactuado, a celeridade e a transparência, cumprindo os princípios medulares dos contratos e garantindo que as partes possuam a autonomia contratual e, ao mesmo tempo, intervenção mínima do Estado¹⁴⁶.

¹⁴⁵GOMIERO, Paulo Henrique. A livre alocação de riscos contratuais para enfrentamento da crise. **Consultor jurídico**. 14 de janeiro de 2021. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2021-jan-14/gomiero-livre-alocacao-riscos-contratuais-crise> Acesso em: 11 jul. 2022.

¹⁴⁶SOUSA JUNIOR, Samuel. A Autonomia Contratual na Lei de Liberdade Econômica. **Jusbrasil**. 2020. Disponível em: <https://actssadv.jusbrasil.com.br/artigos/838217843/a-autonomia-contratual-na-lei-de-liberdade-economica> Acesso em: 11 jul. 2022.

Logo, a lei acima adicionou segurança às disposições pactuadas pelas partes, dentre elas as MAC, por um lado porque reforçou a autonomia das partes quanto à alocação de riscos no contrato, de outro porque reforçou a limitação da revisão contratual:

O importante é que o julgador entenda a sua extensão e não revise (ou revise com muita parcimônia) o contrato em que ela está inserta, justamente pela presunção de equilíbrio entre as partes na sua negociação e porque é ela que ajusta os riscos – e delinea as obrigações e vontades – de cada lado¹⁴⁷.

4.2 O PARALELO COM A TEORIA DA IMPREVISÃO

No Direito brasileiro, os contratos que não contém cláusulas MAC são analisados à luz das teorias de interpretação contratual do nosso ordenamento. Esse é o mesmo tratamento dado quando ocorre uma situação que as partes excepcionaram (através de *carve-outs*).

Há na legislação pátria um instituto que se aproxima da possibilidade de revisão contratual, em termos similares, que é o da teoria da imprevisão, expresso no artigo 478 e seguintes do Código Civil Brasileiro:

Art. 478. Nos contratos de execução continuada ou diferida, se a prestação de uma das partes se tornar excessivamente onerosa, com extrema vantagem para a outra, em virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis, poderá o devedor pedir a resolução do contrato. Os efeitos da sentença que a decretar retroagirão à data da citação.

Art. 479. A resolução poderá ser evitada, oferecendo-se o réu a modificar equitativamente as condições do contrato.

Art. 480. Se no contrato as obrigações couberem a apenas uma das partes, poderá ela pleitear que a sua prestação seja reduzida, ou alterado o modo de executá-la, a fim de evitar a onerosidade excessiva.

Através dele é possível rediscutir questões contratuais em decorrência de imprevisibilidades extraordinárias ou em condições de onerosidade excessiva a uma das partes.

Sobre o papel subsidiário da teoria da imprevisão no contexto dos contratos de M&A, Sérgio Botrel¹⁴⁸ destaca o seguinte:

Caso o contrato não contemple expressamente essa cláusula, e ocorra algum evento material adverso, a parte lesada poderá fazer uso da *teoria da imprevisão*, para reivindicar a resolução contratual. Competir-lhe-á, no entanto, a comprovação de todos os elementos previstos no art. 478 do Código Civil.

¹⁴⁷BUSHATSKY, 2022.

¹⁴⁸BOTREL, 2017, p. 401.

Profissionais da área assentam que a cláusula MAC convive em harmonia com a teoria da imprevisão, acima citada, sendo, porém, mais ampla por permitir a renegociação baseada em balizas contratualmente determinadas pelas partes no instrumento contratual:

A cláusula *MAC* convive em plena harmonia com a teoria da imprevisão, mas traz em seu bojo maior amplitude, admitindo ampla negociação entre as partes da sua aplicação e abrangência no contrato celebrado, posto que permite a renegociação baseada em eventos adversos contratualmente aceito entre as Partes e, dentre eles, os imprevisíveis e extraordinários¹⁴⁹.

Isto é, a MAC é mais ampla do que a teoria da imprevisão pois oportuniza às partes ajustar quais eventos imprevisíveis são relevantes e quais as consequências deles para a transação.

¹⁴⁹GUIMARÃES, Camila Vieira. A aplicação da cláusula MAC nas operações de M&A. **Marcos Martins Advogados**. Disponível em: <https://www.marcosmartins.adv.br/pt/a-aplicacao-da-clausula-mac-nas-operacoes-de-ma/#:~:text=A%20cl%C3%A1usula%20MAC%20convive%20em,as%20Partes%20e%2C%20dentre%20eles%2C>. Acesso em: 11 jul. 2022.

5 CONSEQUÊNCIAS

5.1 ALOCAÇÃO DE RISCOS FUTUROS

A cláusula MAC é, antes de mais nada, um mecanismo de alocação de riscos cuja motivação é tentar atingir algum nível de certeza e segurança na operação¹⁵⁰. Sobre a natureza e origem dos riscos aos quais as partes estão sujeitas em operações de M&A, Robert T. Miller¹⁵¹ expõe que existem quatro tipos de riscos que podem ser distribuídos pelas cláusulas MAC, sendo eles:

- (a) riscos sistemáticos, como amplos fatores econômicos ou de mercado que afetam as empresas em geral; (b) riscos indicadores, que são riscos de a empresa em questão não atender a medidas predeterminadas de seu desempenho financeiro, como projeções internas ou estimativas de analistas do setor; (c) riscos do acordo (de M&A), como atrito de funcionários ou perda de clientes decorrentes do anúncio do acordo; e (d) riscos de negócios, os tipos dos riscos que surgem no curso normal das operações da empresa, como grandes passivos ambientais para uma empresa de petróleo.

Já Felipe Afonso Rocha¹⁵² quando expôs os riscos que considera relevantes e atribuíveis a uma cláusula MAC conclui tratar-se de três tipos que definiu da seguinte forma:

- (i) Alterações adversas com impacto na empresa à adquirir (*Business MAC*); (ii) Alterações materiais ocorridas num quadro de mercado onde a empresa-alvo e adquirente atuam; (iii) Alterações materiais resultantes de condições de mercado associadas à obtenção de recursos de financiamento para a operação de aquisição (*Financial MAC*).

Ademais, nos contratos de M&A, além da MAC, existem outras espécies de cláusulas que tem esse mesmo objetivo (alocar riscos) como as cláusulas de indenização ou declarações

¹⁵⁰ MONSON, 2021.

¹⁵¹ MILLER, 2009, p. 2008. [No original: (a) *systematic risks, such as broad economic or market factors affecting firms generally; (b) indicator risks, which are risks that the company in question will not meet predetermined measures of its financial performance, such as internal projections or estimates by industry analysts; (c) agreement risks, such as attrition of employees or loss of customers arising from the announcement of the agreement; and (d) business risks, the kinds of risks that arise in the ordinary course of the company's operations, such as large environment liabilities for a petroleum company*].

¹⁵² ROCHA, Felipe Afonso. A aquisição de empresas com sujeição a condições suspensivas: entre as cláusulas sobre alterações depreciativas e as cláusulas de revisão de preço. **Revista de Direito das Sociedades**, 2019. Disponível em: [http://www.revistadedireitodassociedades.pt/files/RDS%202019-02%20\(395-428\)%20-%20Doutrina%20-%20Filipe%20Afonso%20Rocha%20-%20A%20aquisi%C3%A7%C3%A3o%20de%20empresas%20com%20sujei%C3%A7%C3%A3o%20a%20condi%C3%A7%C3%B5es%20suspensivas%3A%20entre%20as%20cl%C3%A1usulas%20sobre%20altera%C3%A7%C3%B5es%20depreciativas%20e%20as%20cl%C3%A1usulas%20de%20revis%C3%A3o%20de%20pre%C3%A7o.pdf](http://www.revistadedireitodassociedades.pt/files/RDS%202019-02%20(395-428)%20-%20Doutrina%20-%20Filipe%20Afonso%20Rocha%20-%20A%20aquisi%C3%A7%C3%A3o%20de%20empresas%20com%20sujei%C3%A7%C3%A3o%20a%20condi%C3%A7%C3%B5es%20suspensivas%3A%20entre%20as%20cl%C3%A1usulas%20sobre%20altera%C3%A7%C3%B5es%20depreciativas%20e%20as%20cl%C3%A1usulas%20de%20revis%C3%A3o%20de%20pre%C3%A7o.pdf). Acesso em: 11 jul. 2022, p. 412.

e garantias. Observe-se, no entanto, que as cláusulas de declarações e garantias se limitam aos riscos conhecidos na data da venda ou do *closing*¹⁵³ (até porque só se pode declarar aquilo sobre o qual se tem conhecimento). Esse mesmo problema se estende às cláusulas indenizatórias porque vendedores somente são responsáveis por indenizar perdas decorrentes de riscos e contingências se esses não tiverem sido devidamente revelados ao comprador no contrato¹⁵⁴.

Logo, o potencial da MAC para alocação de riscos é maior se comparado com o dessas cláusulas já que é capaz de abranger potenciais riscos futuros:

A cláusula MAC não é a única cláusula a fornecer uma oportunidade de saída após a materialização de riscos particulares. Os acordos para a compra de negócios ou ações normalmente incluem listas de condições e garantias alocando todos os tipos de riscos. O que há de especial nas cláusulas MAC é o tipo de risco que essas cláusulas alocam. Normalmente, uma cláusula MAC visa alocar riscos supervenientes, estranhos, desconhecidos e imprevisíveis. Pode-se dizer que a cláusula MAC visa alocar quaisquer riscos que restem após todas as condições e garantias mais específicas são escritas¹⁵⁵ (tradução nossa).

5.2 DIFÍCIL APLICAÇÃO

Embora seja um mecanismo para alocação de riscos, conforme mencionado acima, percebe-se que há certa complexidade para aplicar essas cláusulas por causa de todas as variáveis envolvidas.

Essa complexidade, para alguns autores, torna a MAC frágil:

[...] a sombra do entendimento sedimentado pelo caso *Tyson v. IBP* sugere que ela pode fornecer pouca proteção até mesmo contra eventos materialmente perturbadores ou negativos que ocorrem entre a assinatura e o fechamento, a menos que aqueles eventos eram desconhecidos para o comprador no momento da assinatura e fundamentalmente tornam o negócio significativamente menos valioso a longo prazo¹⁵⁶ (tradução nossa).

¹⁵³ ROCHA, 2019, p. 399.

¹⁵⁴ AULA 4 – Estruturas das operações de M&A - I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições, 2020.

¹⁵⁵ SIKKELAND, Lars Ole. (No) **Material adverse change clauses**: norwegian law with a comparative perspective, p. 3. Disponível em: https://www.jus.uio.no/ifp/english/research/projects/anglo/essays/sikkeland_abstract.pdf. Acesso em: 10 jul. 2022. [No original: *The MAC clause is not the only clause to provide an exit-opportunity upon the materialisation of particular risks. Agreements for the purchase of businesses or shares typically include lists of conditions and warranties allocating all kinds of risks. What is special about MAC clauses is the kind of risk these clauses allocate. Typically, a MAC clause aims at allocating supervening, extraneous, unknown and unforeseeable risks. One might say that the MAC clause aims at allocating whatever risks are left after all the more specific conditions and warranties are written*].

¹⁵⁶ WEST, 2017. [No original: *IBP and its progeny suggest that it may provide little protection from even materially disruptive or negative events that occur between signing and closing, unless those events were unknown to the buyer at the time of signing and fundamentally make the business significantly less valuable over the long term*].

Dentre os principais fatores que aumentam a complexidade para invocar a MAC está a definição da materialidade. Como alternativa para contornar o problema, Joaquim Muniz destaca a importância de definir a materialidade no sentido de esclarecer qual o nível de impacto que precisa ocorrer no negócio para configurar a aplicação da cláusula MAC¹⁵⁷ e, essa é a mesma conclusão a que outros estudiosos chegaram, observando as disputas em torno da interpretação dessa cláusula ao longo dos anos:

O principal desafio neste aspecto que torna a natureza destas cláusulas MAC inequívoca está em determinar o que constituiria uma “mudança material”. Em outras palavras, é preciso estabelecer, sem sombra de dúvidas, quais as condições ou as circunstâncias que o comprador deseja retirar antes de fechar um negócio equivalem a "mudanças adversas materiais [...]”¹⁵⁸ (tradução nossa).

Nathan Somogie¹⁵⁹ fez uma análise similar onde também sugeriu que um dos caminhos para contornar problemas relativos à interpretação da materialidade destas cláusulas é através da quantificação, conforme: “como a "materialidade" é em grande parte um conceito quantitativo, quando as partes não a definem em termos de valor em dólares, os tribunais enfrentam uma tarefa difícil de decidir se o suposto evento justificativo é "relevante" ou não”.

O fato de não haver um conceito único de materialidade¹⁶⁰, acredita-se, é a raiz do problema e essa quantificação deixa menos espaço para interpretações extensivas dos tribunais.

Um exemplo clássico de quantificação da materialidade é o inserido da *inclusion* da seção 3.2.2, que aqui se repisa:

Sem limitar o quanto disposto acima, quaisquer Eventos que, individualmente ou em conjunto com um ou mais Eventos, acarretem em uma Perda (e, não obstante a definição de Perda e exclusivamente para fins desta definição de Efeito Adverso Relevante, incluirá lucros cessantes e perda de receita), contingente ou efetiva, impactos financeiros negativos, imposição de pagamentos ou desembolsos em um **valor igual ou superior a R\$ 100.000.000,00** (cem milhões de reais), serão necessariamente considerados e interpretados como um “Efeito Adverso Relevante” para fins deste Contrato. (Grifei)

¹⁵⁷MUNIZ, 2021.

¹⁵⁸DEB, 2022, p. 44. [No original: *The main challenge in this regard which makes the nature of these MAC Clauses unambiguous is in determining as to what would constitute as a ‘material change’. In other words, it needs to be established beyond doubt that the conditions or the circumstances in which the buyer wants to withdraw before closing a deal amount to ‘material adverse changes’.*]

¹⁵⁹SOMOGIE, 2009, p.88. [No original: *Because “materiality” is largely a quantitative concept, when the parties have not defined it in terms of a dollar value, courts face a daunting task in deciding whether the purported excusing event is “material” or not.*]

¹⁶⁰SOMOGIE, *op. cit.*

No entanto, ao quantificar a materialidade e tornar a interpretação mais objetiva, o rol de possibilidades de aplicação é afunilado. De forma que, alguns autores apontam que a escolha de termos genéricos e abrangentes é feita propositalmente:

no entanto, o âmbito de tais cláusulas é mantido tão geral e amplo quanto possível, a fim de proteger ambas as partes contra imprevistos e mudanças materiais inesperadas, e flutuações drásticas do mercado, e por causa de este amplo âmbito, estas cláusulas são muitas vezes sujeitas a múltiplas interpretações dando origem a disputas¹⁶¹ (tradução nossa).

5.3 A MAC COMO ESTRATÉGIA

Do exposto acima, nota-se que o cuidado na escolha dos termos é importante, mas os autores consultados divergem no que diz respeito à qual das partes é beneficiada por uma estratégia ou outra.

Alguns autores acreditam que a amplitude favorece o comprador:

Enquanto o vendedor em um acordo de fusão preferiria uma interpretação restritiva do termo, de modo a limitar o escopo do comprador a sair do negócio, o comprador, por outro lado, procura o oposto. **Quanto mais amplo for o âmbito de uma cláusula MAC, mais chances ela terá de rescindir a transação**, mostrando qualquer efeito adverso que ele ou o negócio possa enfrentar¹⁶². (tradução nossa, grifo nosso).

De fato, partindo do pressuposto que a parte vendedora tem a intenção de completar o negócio, e que a parte há quem interessa invocar a MAC é a parte compradora, podemos inferir que essa ambiguidade é uma estratégia do comprador, já que a cláusula MAC só será acionada se ele assim desejar:

[...] **manter o âmbito da Cláusula MAC ambíguo dá uma grande vantagem ao comprador** quando ele não quer terminar sua parte da obrigação mesmo com uma ligeira alteração nas circunstâncias em que o negócio foi celebrado pela primeira vez. Como o termo "material" não é definido, dá ambas as partes uma gama mais ampla

¹⁶¹DEB, 2022, p. 2. [No original: *however, the ambit of such clauses are kept as broad and wide as possible in order to protect either parties against unforeseeable and unexpected material changes, and drastic market fluctuations, and because of this wide ambit, these clauses are often subject to multiple interpretations giving rise to disputes*].

¹⁶²DEB, 2022, p. 45. [No original: *While the seller in a merger agreement would prefer a narrow interpretation of the term so as to limit the scope of the buyer to walk out of the deal, the buyer on the other hand seeks the opposite. The broader the ambit of a MAC Clause, the more chances it gets to terminate the transaction by showing any adverse effect that he or the deal might face*].

de oportunidades para contestar se o evento pertinente desencadeando sua execução ocorreu ou não (tradução nossa)¹⁶³.

Embora não seja a única, essa parece ser a conclusão mais comum que os profissionais da área trazem quando analisam o aspecto:

Quando as cláusulas MAC são incluídas em um contrato, a definição de um MAC geralmente é fortemente negociada. Definições amplamente elaboradas (que os compradores geralmente preferem) permitirão que os compradores abandonem um negócio se houver qualquer mudança adversa nos negócios do alvo ou nas condições gerais do mercado, e podem até fazer referência a eventos específicos, como a perda de um certo número de relações com o consumidor. Por outro lado, uma definição de MAC mais restrita (que os vendedores desejam alcançar na prática) limitará o universo de eventos que constituem uma "mudança adversa", inclusive excepcionando qualquer "mudança adversa" com um impacto econômico amplo mas que não prejudicou desproporcionalmente os negócios do alvo¹⁶⁴(tradução nossa).

Em compensação, há autores que entendem que a possibilidade de estipular *carve-outs* de uma maneira vaga (criando um elenco vago de alterações materiais adversas) dificulta ao comprador a prova da alteração adversa¹⁶⁵. Já que a ambiguidade, em qualquer disposição contratual, convida a diferentes interpretações.

Por sua vez, Fernando Oliveira de Sá¹⁶⁶ discorre sobre a forma e a dicção escolhidas para essa cláusula de uma perspectiva totalmente diferente das comentadas acima:

As cláusulas genéricas, por força da sua fluidez, deixam poucos indícios ao intérprete sobre o que as partes entendem como constituindo alterações com impacto material. A prática aconselha, então, que seja incluída uma lista de situações que consubstanciam uma alteração material adversa. No entanto, nesta matéria é necessário tomar em linha de conta que, do ponto de vista do comprador, é importante que fique claramente expressa a natureza exemplificativa da lista, não se podendo tomar a existência de uma lista desta natureza como um forte indício de que as partes não quiseram considerar os factos que dela não constam como uma alteração material, como parece ser a tendência dos tribunais do EUA. Se a lista é meramente exemplificativa, não se pode argumentar que as situações que escapam à enumeração não constituem uma alteração material adversa. Pelo contrário, nestes casos há um

¹⁶³ DEB, 2022, p. 46. [No original: [...] *keeping the ambit of MAC Clause ambiguous, it gives a major advantage to the buyer when he wants to not finish his part of the obligation even with a slight change in circumstances in which the deal was first entered into*].

¹⁶⁴ TRAN; UHRYNUK; WEST, 2020. [No original: *When MAC clauses are included in an agreement, the definition of an MAC is often heavily negotiated. Broadly-drafted definitions (which buyers typically favour) will permit buyers to walk away from a deal if there is any adverse change in the target's business or general market conditions, and may even reference specific events such as the loss of a certain number of key customer relationships. Conversely, a narrower MAC definition (which sellers will want to achieve in practice) will limit the universe of events that constitute an "adverse change", including by carving out any "adverse change" with a wide-ranging economic impact that does not disproportionately impact the target's business*].

¹⁶⁵ ROCHA, 2019, p. 413.

¹⁶⁶ SÁ, 2012, p. 431-432.

fenômeno de devolução à MAC genérica, à luz da qual o impacto da alteração deve ser analisado.

Percebe-se então que para esse autor a previsão de *inclusions* taxativas e *carve-outs* exemplificativos é vantajosa para o comprador porque permite que acione o remédio contratual escolhido (seja ele a resolução ou a renegociação) tanto no caso de ocorrer as hipóteses previstas (*inclusions*), quanto no caso de ocorrerem eventos não previstos nas exceções e, para os quais, a determinação da aplicação passaria pelo juízo de materialidade.

A partir desse raciocínio podemos também depreender que se o rol de *inclusions* for exemplificativo e o de *carve-outs* for taxativo, isso beneficiaria o vendedor, já que diminuiria o rol de possibilidades para invocação da MAC.

Conclui-se, portanto, que a escolha dos termos que a compõe influenciará na possibilidade de aplicação da cláusula MAC e, conseqüentemente, determina o quanto ela ‘trabalhará’ em prol de uma ou outra parte.

5.4 PODER DE BARGANHA

Como mencionado, uma das possibilidades de previsão da cláusula MAC é prever o encerramento da operação e essa previsão é, para alguns autores, seu grande propósito, como assinala Filipe Afonso Rocha ao indicar que “O propósito de uma cláusula MAC centra-se, com preponderância, no seu mecanismo resolutório unilateral”¹⁶⁷.

Esse mecanismo resolutório que surge da MAC é uma hipótese de rescisão convencional¹⁶⁸, pois, como mencionado, essa cláusula é convencionalizada pelas partes que acordam a possibilidade de encerrar a transação ou renegociá-la se durante o *interim period* ficar caracterizado o seu efeito material adverso na *target*.

Logo, a invocação da cláusula MAC traz uma consequência séria e substancial, considerando que muitas destas operações tratam de vultuosas quantias em dinheiro.

Dessa forma, é possível concebermos a cláusula MAC como um elemento de barganha durante a fase de negociação. Mas esse poder de barganha não nasce por si só, ele está relacionado com outros fatores, como por exemplo, as condições de mercado no momento da operação:

¹⁶⁷ROCHA, 2019, p. 410.

¹⁶⁸WALD, 2009, p. 56.

Antes do desenvolvimento adverso no mercado de crédito, os vendedores normalmente desfrutavam de poder de barganha superior nas negociações de fusões, conforme indicado pela proliferação de carve-outs nos últimos anos. Contudo, como o financiamento para combinações de tornou-se mais difícil de obter, vendedores reconheceram a necessidade de fazer concessões para concluir as transações. Assim, no ano passado houve uma diminuição no número de carve-outs, indicando uma mudança para termos mais amigáveis ao comprador¹⁶⁹(tradução nossa).

O excerto acima foi retirado de um artigo publicado no ano de 2009, logo após a crise financeira de 2008, iniciada nos Estados Unidos e que provocou reflexos mundiais. Alguns anos se passaram desde o episódio e a sua relevância foi amenizada, mas a partir de inflexões como essas, se observa que a inserção da cláusula MAC pode ser utilizada como elemento para barganha na fase de negociação.

Apesar de toda a explanação, temos que esse poder está diretamente ligado com fatores externos como as condições de financiamento do mercado, de forma que o poder de barganha deve ser concebido em conjunto com as condições do negócio e do mercado no momento da negociação.

Dessa forma, o surgimento do direito potestativo de resolução da operação vem acompanhado de um poder de barganha da parte vendedora na negociação, isto porque essa seria a parte mais afetada em caso de a cláusula MAC ser invocada. Também nesse sentido se observa que esse poder está condicionado à escolha do formato, dicção e caracterização do efeito material adverso e, ainda, de circunstâncias externas como obtenção de financiamento no momento da operação ou a conjuntura do mercado.

¹⁶⁹SOMOGIE, 2009, p.88. [No original: *Prior to the adverse developments in the credit markets, sellers typically enjoyed superior bargaining power in merger negotiations, as indicated by the proliferation of carve-outs over the past several years.³⁷ However, as financing for business combinations became increasingly difficult to obtain, sellers recognized the need to make concessions to complete transactions.³ Thus, the past year has seen a decrease in the number of carve-outs, indicating a shift toward more buyer friendly terms*].

6 CONCLUSÕES

A cláusula MAC é, ao menos em teoria, uma excelente forma de alocar contratualmente riscos imprevisíveis. Essas cláusulas dispõem quais os remédios contratuais cabíveis no caso de episódios - decorrentes de instabilidades do mercado, guerras, pandemias, etc - ocorrerem e afetarem a *target*, comprometendo o interesse do adquirente na operação. Logo, o que a MAC faz é definir eventos cuja ocorrência é capaz de caracterizar um efeito material adverso e permitir ao comprador encerrar o negócio ou renegociar as condições pactuadas e até o preço. Sua inclusão no contrato de M&A é, portanto, bastante vantajosa para o comprador.

Porém, dentro do contexto de uma operação de M&A, uma cláusula MAC pode vir a ser vantajosa ou desvantajosa, para uma ou outra parte, a depender da caracterização do efeito material adverso na situação concreta.

O que se observa na prática é que caracterizar um efeito material adverso não é uma tarefa simples. A MAC é uma cláusula de difícil aplicação justamente porque os termos utilizados ('material', 'relevante') são amplos e podem ser interpretados.

Existem várias formas de prever uma cláusula MAC. Pode-se optar pela escolha de termos amplos aumentando o rol de possibilidades das partes para invocá-la e existe a possibilidade de adotar termos mais objetivos, para restringir a interpretação (através da quantificação da materialidade, por exemplo) afunilando, assim, o rol de possibilidades de aplicação.

Para alguns autores essa vagueza é benéfica para a parte compradora porque alarga o rol de possibilidades de aplicação da MAC, enquanto a escolha de termos objetivos beneficia a parte vendedora. Para outros a vagueza dos termos escolhidos – deixando margem para interpretações alargadas – na verdade, dificulta a prova da ocorrência do efeito material adverso pelo comprador quando esse for invocar a MAC.

A literatura nos mostra ainda que a estrutura escolhida ao provisionar a cláusula MAC pode ser usada como um trunfo em prol do comprador – se o rol de *inclusions* for taxativo e os *carve-outs* exemplificativos.

Nesse sentido, só poderemos avaliar se uma estratégia é boa ou ruim, ou se ela funciona para uma ou outra parte, quando o evento ocorrer e as partes lançarem mão da invocação da MAC. O histórico da cláusula no país de origem, os Estados Unidos, ilustra bem essa afirmativa.

Além disso, partindo-se do pressuposto que o vendedor tem a intenção de concretizar o negócio, então, por consectário lógico, a invocação da MAC lhe será muito desfavorável. Por causa da grave consequência que essa cláusula pode acarretar - qual seja o encerramento da operação - a MAC é um elemento que pode ser utilizado pelos vendedores para barganhar melhores condições durante a negociação.

Noutro giro, percebe-se que o Direito brasileiro recebe a MAC e a previsão legal a respeito da alocação contratual de riscos no nosso ordenamento sugere que essa cláusula não encontra maiores óbices para aplicação além daqueles expostos acima.

Logo, embora esse trabalho não tenha trazido decisões sobre a aplicação da MAC no âmbito nacional nota-se que as considerações formuladas pela literatura estrangeira são igualmente pertinentes à MAC's brasileiras - em especial porque os advogados brasileiros importaram essa cláusula da prática contratual americana.

Dessa forma, as conclusões à que esta autora chegou à respeito das vantagens e desvantagens da cláusula MAC no contexto dos contratos de M&A se aplicam também às MAC's no âmbito do Direito brasileiro.

É cediço que a intenção dos contratos é produzir efeitos no mundo dos fatos e isso não é diferente quando analisamos a cláusula MAC sob a ótica dos contratos de M&A. A cláusula MAC é um mecanismo cujas consequências no plano jurídico sem dúvidas, transferem-se ao plano negocial e, desta forma, esse trabalho conclui que conjugando elementos do contexto empresarial, jurídico e negocial é que podemos analisar se uma cláusula MAC será vantajosa ou desvantajosa para cada uma das partes.

REFERÊNCIAS

ACORDO de incorporação de ações: Celebrado por e entre Localiza Rent a Car S.A. Companhia de Locação das Américas e José Salim Mattar Júnior, Eugênio Pacelli Mattar, Antônio Cláudio Brandão Resende, Flávio Brandão Resende, Luis Fernando Memoria Porto, Sérgio Augusto Guerra De Resende, Rcc Participações Sociais Ltda. Dirley Pingnatti Ricci Sf 166 Participações Societárias S.A. 22 de setembro de 2020 Disponível em: <https://static.poder360.com.br/2020/09/acordo-localiza-e-unidas.pdf>. Acesso em 14 jul. 2022

ADAMS, Kenneth A. **A Legal Usage Analysis of "Material Adverse Change" Provisions**, 10 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 9, 2004. Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/jcfl/vol10/iss1/2/>. Acesso em: 29 Jun. 2022.

AGUIAR, Artur. **A Cláusula MAC em contratos de M&A e sua extrema relevância no cenário de pandemia**. Home [página do LinkedIn]. 13 nov. 2020, Disponível em: <https://www.linkedin.com/pulse/cl%C3%A1usula-mac-em-contratos-de-ma-e-sua-extrema-cen%C3%A1rio-arthur-aguiar/?originalSubdomain=pt>. Acesso em 11 jul. 2022.

AMBEV. **Relatório anual da empresa no ano 2000**. Disponível em: http://media.corporate-ir.net/media_files/PRIV/25240/reports/AR00_por.pdf. Acesso em 13 jul. 2022

AMERICANAS S.A. **Relatório Anual da Americanas SA**, ano de 2021. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/09e4a963-b76c-482d-6884-864eef21a716?origin=1>. Acesso em 13 jul. 2033.

AMERICANAS S.A. **Comunicado ao Mercado**, 15 de setembro de 2021. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/9b934ba0-11d1-f7da-0e5b-87c85f4293d9?origin=1>. Acesso em 13 jul. 2033.

AMERICANAS S.A.; B2W – Companhia Digital. **Comunicado ao Mercado**, 03 de maio de 2021. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/f55c574e-5d38-3793-da1d-0c4f34801d96?origin=1>. Acesso em 13 jul. 2022.

ANDRADE, Raphael; OLIVEIRA, Wanessa Santana; FERREIRA, Felipe. COVID-19 e operações de fusões e aquisições (M&A): reflexos na due diligence e cláusula MAC. **Andrade Chamas**. Disponível em: <https://www.andradechamas.com.br/post/covid-19-e-operacoes-de-fusoes-e-aquisicoes-m-a-reflexos-na-due-diligence-e-clausula-mac>. Acesso em: 11 jul. 2022.

AULA 1 - **Introdução ao M&A** - I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições. Realização de Center For M&A Studies. Coordenação de Usp/ Puc-Rio. São Paulo, 2020. (105 min.), Vídeo, son., color. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=dLSZOQfDNsM&t=577s>. Acesso em: 20 maio 2022.

AULA 2 – **Negociação e contratos preliminares** -I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições. Realização de Center For M&A Studies. Coordenação de Usp/ Puc-Rio. São Paulo, 2020. (116 min.), Vídeo, son., color. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=NxED16S0szA&t=1141s>. Acesso em: 20 maio 2022.

AULA 4 – **Estruturas das operações de M&A** - I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições. Coordenação de USP/Puc-Rio. São Paulo, 2020. (125min.), Vídeo, son., color. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=jzT8xGdx19s> Acesso em: 20 maio 2022.

AULA 5 – SPA (SharePurchaseAgreement) - **I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições. Realização de Center For M&A Studies.** Coordenação de Usp/ Puc-Rio. São Paulo, 2020. (105 min.), Vídeo, son., color. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=-cquFARuSVI&t=4583s>. Acesso em: 20 maio 2022.

B2W – Companhia Digital. **Comunicado ao Mercado**, 07 de abril de 2021. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/437e75fc-ce9d-0106-af77-91730e49e3f9?origin=1>. Acesso em 13 jul. 2022.

BAPTISTA LUZ. **Introdução à série: “Além do M&A”**. 2019. Disponível em: <https://baptistaluz.com.br/espacostartup/introducao-a-serie-alem-do-ma/>. Acesso em: 01 de julho de 2022.

BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. São Paulo: Editora Saraiva, 2017

BRASIL. **Instrução CVM 565**. 15/06/2015 Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst565.html>. Acesso em 11 jul. 2022.

BRASIL. **Nova instrução da CVM em operações de M&A**. 17 jun. Disponível em: <https://scaadvocacia.com.br/nova-instrucao-da-cvm-em-operacoes-de-ma/> Acesso em 11 de julho de 2022. Acesso em 11 jul. 2022.

BRASIL. Casa Civil. **Lei n. 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm. Acesso em: 20 maio 2022.

BRASIL. Casa Civil. **Lei nº 10.406**, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 20 de julho de 2022

BRASIL. Ministério da Justiça. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Guia para Análise da Consumação Prévia de Atos de Concentração Econômica**. Maio, 2015. Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/gun-jumping-versao-final.pdf>. Acesso em 13 jul. 2022.

BRICKER, Ross B.; BEEMER, Courtney M.; NEWMAN, Jodi K.. **Living In a Material World: The Evolution, Purpose, and Future of Material Adverse Change Clauses.**, Disponível em: https://jenner.com/system/assets/publications/598/original/Bricker_Newman_Bloomberg.pdf?1319787636 Acesso em 14 jul. 2022.

BUSHATSKY, Daniel. Considerações sobre a cláusula MAC no Brasil e sua aplicabilidade na pandemia. **Jota**. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/consideracoes-sobre-a-clausula-mac-no-brasil-e-sua-aplicabilidade-na-pandemia-29052020> Acesso em: 11 de julho de 2022.

CLÁUSULAS MAC e MAE: Arbitragem em M&A. S.I: **Canal Arbitragem**, 2021. (10 min.), son., color. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=YK7gw4kfzhQ>. Acesso em: 10 jun. 2022.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**, volume 3: direito de empresa 13. ed. — São Paulo: Saraiva, 2012

CONTRATO de compra e venda de ações celebrado em 26 de abril de 2018 por e entre ITAÚSA - investimentos ITAÚ S.A. na qualidade de Vendedora KILIMANJARO brasil partners I B - fundo de investimento em participações multiestratégia investimento no exterior na qualidade de Compradora e ainda, na qualidade de parte interveniente, ELEKEIROZ S.A. Disponível em: https://sistemas.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-2018-04437/20180807_Contrato_de_Compra_e_Venda_de_A%C3%A7%C3%B5es.pdf. Acesso em 14 jul. 2022

CONTRATO de compra e venda de ações sob unidade produtiva isolada e Outras avenças. Celebrado entre, de um lado Oi Móvel S.A. – em recuperação judicial, Telemar Norte Leste S.A. – em recuperação judicial e, de outro lado [compradora] e, como intervenientes anuentes Caliteia RJ Infraestrutura e Redes de Telecomunicações S.A. e Oi S.A. – em recuperação judicial. 10 set. 2020. Disponível em: <https://recuperacaojudicialoi.com.br/wp-content/uploads/2020/10/anexo-i-edital-upi-torres-minuta-do-contrato-de-compra-e-venda-da-upi-torres-fls-478.304-478.622.pdf>. Acesso em 14 jul. 2022.

CONTRATO de compra de ações celebrado entre PGI Polímeros Brasil SA com alguns fundos de investimento em 2014. Disponível em: [https://sistemas.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-2014-07376/20140620_Contrato_de_Compra_e_Venda_de_A%C3%A7%C3%B5es_\(SPA\).pdf](https://sistemas.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-2014-07376/20140620_Contrato_de_Compra_e_Venda_de_A%C3%A7%C3%B5es_(SPA).pdf). Acesso em 14 jul. 2022.

DEB, Aratrika. Material Adverse Change Clause. **VIT Law Review**, n. 1, v. 1, pp. 43-57. Disponível em: <https://chennai.vit.ac.in/files/material%20adverse%20change%20clause.pdf>. Acesso em: 09 jul. 2022.

DELAWARE. In the Court of Chancery of the State of Delaware. C.A. **No. 2018-0300-JTL**. Akorn, INC., v. Fresenius Kabi AG, Quercus Acquisition, INC., and Fresenius SE & CO. KGAA. Date Submitted: September 25, 2018 Date Decided: October 1, 2018. Disponível em: <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=279250>. Acesso em: 08 jul. 2022

DELAWARE. **Hexion v. Huntsman**: Delaware Court of Chancery Interprets "Material Adverse Effect" and "Knowing and Intentional Breach" of Merger Agreement. Disponível em: <https://www.perkinscoie.com/en/news-insights/hexion-v-huntsman-delaware-court-of-chancery-interprets-material.html>. Acesso em 15 jul. 2022.

FISCALL CORPORETE. **M&A cláusula de MAC e MAE**: O que são e quando devem ser utilizadas? 09 nov. 2020 Disponível em: <https://www.fiscallsolucoes.com.br/blog/post/m-clausula-de-mac-e-mae-o-que-sao-e-quando-devem-ser-utilizadas>. Acesso em: 09 jul. 2022.

FREUND, James C. **Anatomy of a merger: strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions**. Nova Iorque: Law Journal Press, 1975.

FUSÕES e aquisições: **Fusões e aquisições**: 160 transações em maio/22. Disponível em: <https://fusoesaquisicoes.com/acontece-no-setor/fusoes-e-aquisicoes-160-transacoes-em-maio-22/> Acesso em: 11 de julho de 2022.

FUSÕES e aquisições: **Fusões e aquisições**: 1.901 transações realizadas em 2021. Crescimento de 65%. Disponível em: <https://fusoesaquisicoes.com/acontece-no-setor/fusoes-e-aquisicoes-1-901-transacoes-realizadas-em-2021-crescimento-de-65/> Acesso em: 11 jul. 2022.

GAUDÊNCIO, Samuel Carvalho; MCNAUGHTON, Charles William. **Fusões e Aquisições: prática jurídica no m&a**. 3. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019.

GOMIERO, Paulo Henrique. A livre alocação de riscos contratuais para enfrentamento da crise. **Consultor jurídico**. 14 de janeiro de 2021. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2021-jan-14/gomiero-livre-alocacao-riscos-contratuais-crise> Acesso em: 11 de julho de 2022.

GOV - Governo Federal Brasileiro. **O que é a CVM?**. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/servidores/estagio/2-materia-cvm-e-o-mercado-de-capitais> Acesso em: 11 jul. 2022.

GUIMARÃES, Camila Vieira. A aplicação da cláusula MAC nas operações de M&A. **Marcos Martins Advogados**. Disponível em: <https://www.marcosmartins.adv.br/pt/a-aplicacao-da-clausula-mac-nas-operacoes-de-ma/#:~:text=A%20cl%C3%A1usula%20MAC%20convive%20em,as%20Partes%20e%2C%20dentre%20eles%2C>. Acesso em: 11 jul. 2022.

HARROCH, Richard. **A Guide To Non-Disclosure Agreements For Mergers And Acquisitions**. 2017. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/allbusiness/2017/10/28/non-disclosure-agreements-for-mergers-and-acquisitions/?sh=1e2e80616a6b>. Acesso em: 20 maio 2022.

INSTITUTO MINEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS. **Cartilha de Fusões e Aquisições**. S.I: Editora, 2022. Disponível em: <http://www.idmc.org.br/wp-content/uploads/sites/72/2018/06/Cartilha-de-Fus%C3%B5es-e-Aquisi%C3%A7%C3%B5es-IMMC-2015.pdf>. Acesso em: 10 jun. 2022.

ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A. **Fato relevante publicado pelo banco em 29 de abril de 2022**. Disponível em: <https://www.itaubank.com.br/relacoes-com-investidores/Download.aspx?Arquivo=j00YEqr54sPfkIBG5zTahA==&IdCanal=ozqtoVvGbmTprEFRuXgGw==&linguagem=pt>. Acesso em 13 jul. 2022.

ITAÚ. **fusões e aquisições marcaram os 97 anos do Itaú Unibanco**. 2022. Disponível em: <https://www.itaubank.com.br/relacoes-com-investidores/nossa-historia>. Acesso em 13 jul. 2022.

ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A. **Comunicado Ao Mercado**. Disponível em: <https://www.itaubr.com.br/relacoes-com-investidores/Download.aspx?Arquivo=OWrJH/rFVz1gLBeznbsg4A==&linguagem=pt>. Acesso em 13 jul. 2022. [

MILLER, Robert T. **The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements**, v. 50, Wm. & Mary L. Rev., 2009, (p. 2007). Disponível em: <https://scholarship.law.wm.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1093&context=wmlr>. Acesso em 13 jul. 2022.

MONSON, Bryan. **The modern MAC: Allocating deal risk in the post-ibp v. Tyson world**. [s. l], p. 769-804, jan. 2021, p. 781

MUNIZ, Joaquim de Paiva. **Introdução a arbitragem e M&A: coletânea de artigos**. Coletânea de artigos. [Curso Prático de Arbitragem] 2021. Disponível em: https://cparbitragem.com.br/wp-content/uploads/2021/04/Introdu%C3%A7%C3%A3o_%C3%A0_arbitragem_final.pdf. Acesso em: 22 maio 2022.

NATURA&CO. **Relatório anual da Natura&Co de 2019**. Disponível em: https://s3.amazonaws.com/mz-filemanager/67c3b7d4-64ea-4c2f-b380-6596a2ac2fbf/0258e391-42d8-4b37-9099-732c70aef525_relatorio%20natura%20&co%202019.pdf. Acesso em: 20 jul. 2022.

NUBANK. **Anúncio de Encerramento da Oferta Pública da Distribuição Primária de Ações Ordinárias Classe A, Inclusive Sob A Forma De Certificados De Depósito De Ações, De Emissão Da NU Holdings LTD**. Dezembro de 2021. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/59a081d2-0d63-4bb5-b786-4c07ae26bc74/d60dd51c-21ed-8a7f-9ca9-1df399d3f066?origin=1>. Acesso em 13 jul. 2022.

PAPINI, André. **A legal due diligence nas fusões e aquisições empresariais**. Disponível em: <https://arrieiropapini.com.br/publicacoes/novo-artigo/>. Acesso em: 07 jul. 2022.

RECENT developments on the use of MAC clauses in secondary transactions. Practices: Asset Management, Private Funds, Hedge Funds, Sponsor Representation, Investor Representation, Litigation, Government Enforcement / White Collar Criminal Defense. March 3, 2022. Time to Listen: 8:43. **Podcast**. Disponível em: <https://www.ropesgray.com/en/newsroom/podcasts/2022/March/Podcast-Recent-Developments-Use-MAC-Clauses-Secondary-Transactions>. Acesso em: 10 jul. 2022.

REDE D'OR. **Fatos relevantes, comunicados e avisos**. 2022. Disponíveis em: <https://ri.rededorsaoluiz.com.br/documentos-publicados/fatos-relevantes-comunicados-e-avisos/>. Acesso em 13 jul. 2022.

ROCHA, Felipe Afonso. A aquisição de empresas com sujeição a condições suspensivas: entre as cláusulas sobre alterações depreciativas e as cláusulas de revisão de preço. **Revista de Direito das Sociedades**, 2019. Disponível em: [http://www.revistadedireitodassociedades.pt/files/RDS%202019-02%20\(395-428\)%20-%20Doutrina%20-%20Filipe%20Afonso%20Rocha%20-](http://www.revistadedireitodassociedades.pt/files/RDS%202019-02%20(395-428)%20-%20Doutrina%20-%20Filipe%20Afonso%20Rocha%20-)

%20A%20aquisi%C3%A7%C3%A3o%20de%20empresas%20com%20sujei%C3%A7%C3%A3o%20a%20condi%C3%A7%C3%B5es%20suspensivas%3A%20entre%20as%20cl%C3%A1usulas%20sobre%20altera%C3%A7%C3%B5es%20depreciativas%20e%20as%20cl%C3%A1usulas%20de%20revis%C3%A3o%20de%20pre%C3%A7o.pdf. Acesso em: 11 jul. 2022

SÁ, Fernando Oliveira de. Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas. **Direito Comercial e das Sociedades Comerciais**, Universidade Católica, v. 1, n. 1, p. 428, jan. 2012. Disponível em: <https://revistas.ucp.pt/index.php/direitoejustica/article/view/9866/9591> Acesso em: 28 jun. 2022.

SANTOS, Pedro Henrique Pozza Urnau. Fusões e Aquisições: Uma Breve Contextualização. **Revista Unifacs**, n. 211, 2018. Disponível em: <https://revistas.unifacs.br/index.php/redu/article/view/5226/3342>. Acesso em 13 jun. 2022.

SAYDELLES, Rodrigo Salton Rotunno. A (in) existência de dever de realizar due diligence em operações de m&a à luz do direito brasileiro. **Res Severa Verum Gaudium**, v. 5, n. 2, 2021. Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/index.php/resseveraverumgaudium/article/view/110368>. Acesso em: 13 jul. 2022.

SIKKELAND, Lars Ole. (No) **Material adverse change clauses**: norwegian law with a comparative perspective, p. 3. Disponível em: https://www.jus.uio.no/ifp/english/research/projects/anglo/essays/sikkeland_abstract.pdf. Acesso em: 10 jul. 2022

SOMOGIE, Nathan. **Failure of a "Basic Assumption e of a "Basic Assumption": The Emer "**: The Emerging Standarging Standard for Excuse Under MAE Provisions: 2009. Disponível em: <https://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1309&context=mlr>. Acesso em: 02 jul. 2022.

SOUSA JUNIOR, Samuel. A Autonomia Contratual na Lei de Liberdade Econômica. **Jusbrasil**. 2020. Disponível em: <https://actssadv.jusbrasil.com.br/artigos/838217843/a-autonomia-contratual-na-lei-de-liberdade-economica> Acesso em: 11 jul. 2022.

THREET, Hunther C. The Definition of Material Adverse Change: Balancing Risk in Merger Agreements Under Delaware Law. **Transactions: The Tennessee Journal of Business Law**, v. 18, 2017, pp. 1007-1028. Disponível em: <https://ir.law.utk.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1406&context=transactions>. Acesso em 14 jul. 2022.

TRAN, Steven; UHRYNUK, Mark; WEST, James. Private M&A in the Post-Pandemic World: How COVID-19 Could Shape Deal-Making in the Future. 08 abr. 2020. **Mayer Brown**. Disponível em: <https://www.mayerbrown.com/en/perspectives-events/publications/2020/04/private-ma-in-the-post-pandemic-world-how-covid-19-could-shape-deal-making-in-the-future> Acesso em: 11 jul. 2022.

VENTURA, Fábio. **O que é Duedilligence e seu impacto para a Gestão de risco.** Disponível em: <https://www.sigalei.com.br/blog/o-que-e-due-diligence-e-o-seu-impacto-para-a-gestao-de-risco> Acesso em: 07 jul. 2022.

WALD, Arnaldo. **Fusão, Cisão, Incorporação e temas correlatos.** Editora Quartier Latin do Brasil, 2009.

WEST, Glenn. **Avoiding the Mindless Use of the Brainless MAC Clause.** 2017.

WEINSTEIN, Gail; RICHTER, Philip; EPSTEIN, Steven. **Court of chancery finds pandemic was not an mae: snow phipps.** May 20, 2021. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/05/20/court-of-chancery-finds-pandemic-was-not-an-mae-snow-hipps/#:~:text=The%20court%20found%20that%20DecoPac's,in%20times%20of%20declining%20sales>. Acesso em: 08 jul. 2022.