

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO FACULDADE
DE DIREITO**

JULIANA FERREIRA GERAB

**A APLICAÇÃO DA CLÁUSULA MATERIAL ADVERSE CHANGE (MAC)
NAS OPERAÇÕES DE M&A E SUA APLICABILIDADE NO BRASIL E NO
MUNDO**

SÃO PAULO – SP

2022

JULIANA FERREIRA GERAB

**A APLICAÇÃO DA CLÁUSULA MATERIAL ADVERSE CHANGE (MAC)
NAS OPERAÇÕES DE M&A E SUA APLICABILIDADE NO BRASIL E NO
MUNDO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado
na Pontifícia Universidade Católica de São
Paulo como requisito básico para conclusão do
Curso de Direito.

Orientador: Alessandra Tridente

SÃO PAULO – SP

2022

RESUMO

O presente estudo visa elucidar o tema da cláusula MAC nas operações de M&A da atualidade, bem como sua relevância e impacto no Brasil e no Mundo, especialmente, no cenário pós-Covid-19. A aplicação da referida cláusula é optativa nos contratos de Fusões e Aquisições e permite ao investidor prever no contrato circunstâncias futuras que podem resultar na renegociação de valores ou na interrupção da negociação sem que haja prejuízos contratuais ao adquirente como, por exemplo, multa, em caso de rescisão. Assim, o objetivo central deste trabalho é analisar a aplicabilidade da cláusula MAC em contratos de Fusões e Aquisições e, para isso, abordar casos concretos que traduzem a insegurança jurídica que envolve sua aplicação. O trabalho pautou-se não só na vertente teórica do tema, como também no aspecto prático resultante da utilização da jurimetria.

Palavras-chave: Cláusula MAC. Contrato. Fusões e Aquisições. Direito Societário. M&A. Análise Jurisprudencial.

ABSTRACT

This study aims to elucidate the subject of the MAC clause in current M&A transactions, as well as its relevance and impact in Brazil and worldwide, especially in the post-Covid-19 scenario. The application of this clause is optional in M&A contracts and allows the investor to foresee in the contract future circumstances that may result in the renegotiation of values or in the interruption of the negotiation without causing contractual losses to the acquirer, such as, for example, a fine in the event of termination. Thus, the central objective of this work is to analyze the applicability of the MAC clause in merger and acquisition contracts and, to this end, to address concrete cases that reflect the legal uncertainty that currently surrounds its application. The work was based not only on the theoretical side of the theme, but also on the practical aspect resulting from the use of jurisprudence.

Keywords: MAC clause. Contract. Mergers and Acquisitions. Corporate Law. M&A. Case Law Analysis.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	1
2. FUSÕES E AQUISIÇÕES.....	3
3. ESTRUTURA DAS OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES.....	5
3.1 Aquisição Indireta.....	5
3.2 Aquisição Direta.....	8
4. PROCESSO DE NEGOCIAÇÃO.....	10
4.1 Fase Pré Negocial.....	10
4.2 Auditoria.....	12
4.3 Contratos Definitivos.....	13
5. CLÁUSULA MAC.....	16
5.1 Origem da cláusula MAC.....	16
5.2 O conceito da cláusula MAC e suas especificidades.....	17
5.3 A estrutura da cláusula MAC nos contratos de Fusões e Aquisições.....	18
5.3.1 Formato das cláusulas MAC.....	18
5.3.2 Amplitude da cláusula MAC.....	19
6. EFEITO MATERIAL ADVERSO.....	21
7. CLÁUSULA MAC E O DIREITO BRASILEIRO.....	23
7.1 Teoria da Imprevisão.....	24
8. APLICABILIDADE DA CLÁUSULA MAC E O COVID-19.....	26
9. APLICABILIDADE DA CLÁUSULA MAC	28
9.1 Operações Brasileiras.....	28
9.2 Operações Norte-Americanas.....	28
10. CONCLUSÃO.....	30
REFERÊNCIAS	31

1 INTRODUÇÃO

As relações contratuais acompanham constantes incertezas e inseguranças, devido às instabilidades que surgem no decorrer das negociações, como mudanças econômicas, políticas, financeiras ou até mesmo condições gerais das indústrias. Essas mudanças podem ocasionar decisões comerciais que, por vezes, são impulsionadas por cenários adversos e que pressionam empresários à tomada de decisões para proteger seus negócios.

Diante desse cenário, empresários, fundos de investimento e demais participantes do mercado de diversas áreas realizam operações de Fusões e Aquisições. Entretanto, essas operações são permeadas por múltiplas variáveis, muitas vezes imprevisíveis, sejam elas próprias do mercado ou consequências de atos políticos, sociais, ambientais e etc.

Ademais, no âmbito dos contratos de Fusões e Aquisições, as proteções existentes na legislação brasileira, são insuficientes e não protegem as partes em sua totalidade. Assim, aumenta a problemática e a insegurança jurídica em torno desse tema e a efetivação dessas transações torna-se ainda mais dificultosa

Sendo assim, quanto mais elaborados os instrumentos contratuais, mais capazes são de colaborar para a solução de entraves negociais¹. Isso porque, contratos claros e conexos que preveem os interesses das partes, tornam as operações mais sólidas.

Em decorrência desse contexto, faz-se necessária a aplicação da Cláusula *Material Adverse Change* nos contratos de Fusões e Aquisições. E é a partir dessa tese que serão tratadas neste trabalho as possibilidades de aplicação da cláusula MAC nos contratos de Fusões e Aquisições do Brasil e do Mundo.

Para fins de exemplificação, vejamos uma cláusula de *Material Adverse Change* presente em contrato de compra de ações:

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'): [...] (j) **desde 31 de dezembro de 2012, não deverá ter ocorrido nenhum Efeito Adverso Relevante** (grifo nosso).²

¹ BOTREL, Sérgio. *Aquisições*. São Paulo: Editora Saraiva, 2017. Pág. 34

² CONTRATO de compra de ações celebrado entre PGI Polímeros Brasil SA e alguns fundos de investimento em 2014. Cláusula 5.3. Disponível em: <https://sistemas.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ->

Sendo assim, o presente estudo se propõe a contribuir para a elucidação e compreensão da cláusula *Material Adverse Change*, bem como a análise de sua estrutura e aplicabilidade, tendo em vista a relevância e impacto desta nos contratos de Fusões e Aquisições em diversos cenários.

2 FUSÕES E AQUISIÇÕES

O termo *Fusões e Aquisições*, muito utilizado no âmbito do Direito Empresarial e financeiro, é uma expressão de origem anglo-saxônica, em inglês *Mergers & Acquisition* – *M&A*, que se refere ao conjunto de medidas de crescimento de uma empresa através da combinação de negócios e reorganizações societárias.³

Nesse sentido, são operações nas quais há movimentação de ativos, quais sejam, imóveis, marcas, patentes, *know how*, etc, e passivos, dívidas e obrigações, independente de prazo do prazo. Normalmente, esse patrimônio pertence a uma sociedade empresária, assim, as sociedades costumam integrar operações dessa natureza como partes compradora e/ou vendedor.⁴

Tais operações são reguladas pela Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/1976), mais precisamente no art. 223 e seguintes.

Conforme leciona SERGIO BOTREL:

(...) a nomenclatura fusões e aquisições identifica o conjunto de medidas de crescimento externo ou compartilhado de uma corporação, que se concretiza por meio da “combinação de negócios” e de reorganizações societárias⁵

Essas operações são motivadas pela sinergia operacional e financeira que delas resultam. Nesse sentido, há diversos motivos pelos quais as empresas realizam operações de Fusões e Aquisições.

Sob a ótica da empresa compradora, é possível citar algum desses motivos, quais sejam, ganhos de eficiência, que decorrem da redução e diminuição de custos; ganhos na economia de escala; aumento do poder de negociação comercial e etc. Outrossim, do ponto de vista do crescimento, há o acesso a novos mercados, além da criação de valor para os acionistas; diversificação do ramo de negócio ou fortalecimento do seu portfólio com produtos de maior valor agregado e, conseqüentemente, a expansão do negócio.

Já sob o ponto de vista do vendedor, esse tipo de operação pode ser motivado por ameaças competitivas, capitalização de sócios e acionistas; alteração do ramo de

³ BOTREL, Sérgio. *Fusões e Aquisições*. São Paulo: Editora Saraiva, 2017. Pág 22.

⁴ AULA 1 *Introdução ao M&A I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições*. Realização de Center For M&A Studies. Coordenação de Usp/ PucRio. São Paulo, 2020. (105 min.), Vídeo, son., color. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=dLSZOQfDNsM&t=577s>. Acesso em: 19/09/2022.

⁵ BOTREL, Sérgio. *Fusões e Aquisições*. São Paulo: Editora Saraiva, 2017. Pág 22.

atividade; resolução de conflitos societários, dentro outros fatores, que podem ser intrínsecos a sociedade.⁶

No que diz respeito a fusão de empresas, esta ocorre quando as empresas deixam de existir, fazendo-se surgir, assim, uma nova sociedade, a qual, por sua vez, assume na totalidade a responsabilidade pelas obrigações das anteriores.⁷

E com relação à aquisição, também chamada de incorporação, ocorre quando há a compra de uma empresa por outra empresa ou sociedade, nos termos do art. 1.116 do Código Civil ou quando ocorre aquisição do controle acionário de uma empresa por outra⁸. Nesse caso, as empresas, adquirida e adquirente, continuam a existir com suas personalidades jurídicas distintas entre si.

Entretanto, apesar das transações de Fusões e Aquisições estarem crescendo, cada vez mais, no Brasil, fato é que não há uma legislação específica para a regulamentação dessas operações. Isso porque, além da elevada complexidade, o processo, tanto de fusões quanto de aquisições, é lento, de forma que, no Brasil, ao final ainda precisam ser submetidos à análise e aprovação junto à CVM⁹, BACEN¹⁰ e CADE¹¹.

Como leciona ARNOLDO WALD:

Tanto o processo de fusão quanto o de incorporação de sociedade e de incorporação de ações têm início com a elaboração de um protocolo contendo as condições do negócio que deve ser firmado pelos órgãos da administração, no qual serão especificadas as condições da operação, principalmente quanto às características das ações e os critérios para a relação de troca a ser praticada, com os sócios das sociedades que se extinguirão; os critérios para a avaliação do patrimônio líquido das sociedades envolvidas; os projetos de estatutos das sociedades a serem criadas e de alterações estatutárias das que permanecerão.¹²

⁶ BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. São Paulo: Editora Saraiva, 2017. Pág. 36.

⁷ Art. 228 da Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/76)

⁸ CRENONINI, Fernanda. **Principais aspectos do procedimento e da atuação de advogados em fusões e aquisições**. 23 de setembro de 2020. Disponível em: <https://www.aurum.com.br/blog/fusoes-e-aquisicoes>. Acesso em 20/09/2022.

⁹ Comissão de Valores Imobiliários

¹⁰ Banco Central da República do Brasil

¹¹ Conselho Administrativo de Defesa Econômica

¹² WALD, Arnaldo. **Fusão, Cisão, Incorporação e temas correlatos**. Editora Quartier Latin do Brasil, 2009. Pág. 33.

3 ESTRUTURA DAS OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

Com relação à estrutura das operações de Fusões e Aquisições, insta destacar que não há uma estratégia única, na medida em que são moldadas de acordo com a natureza e as peculiaridades de cada negócio, visando o melhor interesse das partes. No entanto, há estruturas mais utilizadas pelos profissionais, quais sejam, aquisição indireta e aquisição direta, como será discorrido a seguir.

Ainda é possível encontrar outras formas de efetivar referidas operações de M&A, como a criação de uma *holding*¹³, de uma *joint venture*¹⁴, a celebração de um contrato de trespasse, de arrendamento mercantil ou, de licenciamento de propriedade intelectual¹⁵.

3.1 Aquisição Indireta

Na forma de aquisição indireta há a reorganização societária da empresa por meio da fusão, cisão ou incorporação, nos termos dos artigos 1.113 e seguintes do Código Civil, quando envolve sociedade limitada, e artigos 223 e seguintes da Lei das Sociedades Anônimas, quando o M&A envolve sociedade anônima ou sociedade limitada que tenha como regência supletiva a Lei das Sociedades Anônimas.¹⁶

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 anteriores.¹⁷ Conforme expresso no 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”.

Em complemento, a Lei das Sociedades Anônimas em seu art. 228 define fusão como:

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.

¹³ A expressão *holding* vem do verbo inglês *to hold* que, na tradução livre, significa segurar. É uma sociedade gestora matriz de participações sociais, que exerce controle ou “segura” outras empresas.

¹⁴ *Joint venture* é uma expressão de origem inglesa, que significa a união de duas ou mais empresas já existentes com o objetivo de iniciar ou realizar uma atividade econômica comum, por um determinado período de tempo e visando, dentre outras motivações, o lucro.

¹⁵ BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. Editora Saraiva, 2017. Pág. 86

¹⁶ BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. São Paulo: Editora Saraiva, 2017. Pág 153

¹⁷ 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: 22/09/22.

§ 1º A assembléia-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 assembléia-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.

Devido a sua pouca eficiência do ponto de vista operacional, a fusão é pouco utilizada. Isso pois, é constituir uma nova sociedade implica todos os inconvenientes dessa constituição, tais como, necessidade de inscrição perante órgão governamentais, unificação dos registros de todas as atividades fundidas, cadastramento da nova sociedade junto a fornecedores, clientes e etc. Além disso, algumas prerrogativas fiscais de que eram detentoras as sociedades fundidas extinguem-se depois da fusão, motivo pelo qual essa estrutura torna-se ainda menos comum.¹⁸

No Brasil, o caso mais representativo de fusão ocorreu em 1999, originada entre a Brahma e a Antarctica. As duas empresas se associaram e criaram a multinacional AmBev (Companhia de Bebidas das Américas) para disputar, juntas, o consumidor internacional.¹⁹

No que se refere à cisão, esta está disposta no artigo 229 da Lei das Sociedades Anônimas, é a operação na qual a empresa transfere seu patrimônio para uma ou mais sociedades constituídas para esse fim ou já existentes.²⁰

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.

§ 2º Na cisão com versão de parcela do patrimônio em sociedade nova, a operação será deliberada pela assembléia-geral da companhia à vista de justificação que incluirá as informações de que tratam os números

¹⁸ BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. Editora Saraiva, 2017. Pág. 165.

¹⁹ AMORIM, Lucas. **Os bastidores da fusão que criou a maior cervejaria do mundo**. 02/08/2018. Disponível em: <https://exame.com/revista-exame/a-genese-da-maior-cervejaria-do-mundo/>. Acesso em: 22/09/2022.

²⁰ BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. Editora Saraiva, 2017. Pág. 119.

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)

Na cisão 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 acionistas.

Por fim, na incorporação uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhe sucederá em direitos e obrigações. Em síntese, a sociedade incorporadora passa a ser titular de todo o patrimônio da sociedade incorporada e terá seu capital aumentado, enquanto a incorporada será extinta. Outrossim, os sócios e/ou acionistas da sociedade incorporada recebem quotas/ações de emissão da incorporadora conforme a natureza da empresa-alvo.²¹

A incorporação de ações disposta no artigo 252 da Lei das Sociedades Anônimas, por sua vez, é a operação na qual todas as ações da empresa incorporada são adquiridas por outra companhia, a incorporadora. Dessa maneira, a companhia incorporada vira uma subsidiária integral da incorporadora.²²

As formas de reorganização societária apresentadas acima podem constituir operações de Fusões e Aquisições, ou etapas das operações de Fusões e Aquisições e não necessariamente seu objeto final.

Nessa senda, como leciona FABIO 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

²¹ BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. Editora Saraiva, 2017. Pág. 119.

²² BRASIL, 1976, Art. 252

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 negócio.²³

Tendo em vista essas formas de reorganização societária, a questão de que as operações de Fusões e Aquisições se adaptam às necessidades das partes é reforçada, o que possibilita um processo específico para cada operação.

3.2 Aquisição Direta

A aquisição direta é o meio pelo qual os investidores preferem destinar seus recursos diretamente às empresas alvo através da subscrição de capital, também chamado de *cash-in*.²⁴

Esse tipo de operação ocorre através do lançamento de novas ações/quotas da empresa, isto é, o investidor ingressante adquire essas ações/quotas e o capital é injetado na empresa.

No que se refere à legislação aplicável e no procedimento a ser adotado, estes dependem da natureza das sociedades (limitada ou anônima). As particularidades de cada procedimento estão dispostas nos artigos 1.081 a 1.084 do Código Civil e artigo 170 da Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/76).²⁵

Há, ainda, as transações de compra e venda de participação societária chamadas de cash out, nas quais as partes são o adquirente e os sócios ou acionistas da empresa-alvo, de forma que os recursos aplicados pelo investidor são direcionados para os integrantes da empresa adquirida.

Trata-se de 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).

²³ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial, volume 3: direito de empresa**. 13. ed. — São Paulo: Saraiva, 2012. Pág. 127

²⁴ BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. Editora Saraiva, 2017. Pág. 32

²⁵ AULA 2 – **Negociação e contratos preliminares -I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições**, 2020.

Insta pontuar que as estruturas apresentadas não exaurem todas as possibilidades utilizadas em operações de Fusões e Aquisições, 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 dessas²⁶.

²⁶ BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. Editora Saraiva, 2017. Pág. 86.

4 PROCESSO DE NEGOCIAÇÃO

O processo de negociação compreende um dos caminhos que conduz a cada uma das estruturas supramencionadas. Uma das características do processo de negociação das operações de Fusões e Aquisições é a flexibilidade, de maneira que, normalmente, não há um procedimento específico a ser seguido. Entretanto, devido ao número de transações realizadas no Brasil é possível notar um padrão de processo de negociação nas Fusões e Aquisições.

Nesse sentido, segundo SERGIO BOTREL:

Quando empresas especializadas (boutiques de M&A) ou bancos de investimentos são contratados para prospectar investidores e/ou para prestar assessoria na análise de movimentos estratégicos, a elaboração de documentos de apresentação da empresa e da operação constitui uma etapa relevante do processo.²⁷

A seguir serão expostas algumas das principais etapas do processo de negociação das operações de Fusões e Aquisições. Insta ressaltar que apesar de serem expostas separadamente, na prática, essas etapas podem ocorrer de forma simultânea.

4.1 Fase Pré Negocial

Nessa fase a empresa realiza um diagnóstico estratégico para avaliar diversos aspectos, quais sejam, se nicho de atuação, posicionamento, principais características e etc. Então, é necessário elaborar a tese de investimentos a partir dos objetivos e expectativas da empresa, bem como dos sócios/acionistas e do mercado, para que seja possível atrair potenciais compradores²⁸.

Assim, é iniciada a prospecção de compradores, que pode ocorrer por diversos meios. O modelo de prospecção pode variar de oferta privada e particular à apenas um interessado, até a adoção de um processo competitivo com potenciais investidores, podendo passar pela realização de leilão.²⁹

²⁷ BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. Editora Saraiva, 2017. Pág. 243.

²⁸ AULA 4 – **Estrutura das operações de M&A - I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições**. Realização de Center For M&A Studies. Coordenação de Usp/ PucRio. São Paulo, 2020. (125 min.), Vídeo, son., color. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=dLSZOQfDNsM&t=577s>. Acesso em: 20/09/2022.

²⁹ BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. Editora Saraiva, 2017. Pág. 243

Quando operação envolve empresas de grande porte e são, portanto, mais expressivas, a prospecção é feita, normalmente, por boutiques de M&A ou banco de investimentos, que elaboram um *teaser*. Já em operações de menor cunho monetário é comum que a oferta se inicie com o conhecimento de um potencial comprador.³⁰

O *Teaser* é um documento que reúne informações preliminares, resumindo os pontos mais relevantes, características da empresa-alvo, bem como aos potenciais investidores que, na hipótese de se interessarem partem para a assinatura de um acordo de confidencialidade, chamado de *Non Disclosure Agreement* (NDA) e estruturação de um memorando de informações.

O referido acordo de confidencialidade prevê quais partes e informações serão alcançadas pelo sigilo e sanções em caso de eventual vazamento. Isso porque, sem a troca de informações a operação é inviável, da mesma forma que a divulgação de informações específicas pode desvalorizar o negócio e, consequentemente, afetar negativamente a transações³¹.

Ato continuo a celebração do acordo de confidencialidade, ocorre a elaboração do *infomemo*³², no qual o intermediador (banco, boutique de M&A ou outro) apresenta detalhes mais técnicos da empresa vendedora, normalmente, a situação econômico, financeira e patrimonial; o sumário executivo; a tese de investimentos; a análise mercadológica, entre outras informações necessárias para a avaliação do comprado. Nesse momento, os interessados podem requerer outros esclarecimentos e fazer ofertas vinculantes (*Binding Offer*) ou não vinculantes (*Non Binding Offer*).³³

No que diz respeito às duas possibilidades de proposta supracitadas, tem-se que a vinculante é cabível quando todas as diligências já foram feitas, ou seja: o possível comprador já está ciente dos riscos e passivos da empresa-alvo; e tem-se que a não

³⁰ BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. Editora Saraiva, 2017. Pág. 333

³¹ 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-mergersand-acquisitions/?sh=1e2e80616a6b>. Acesso em: 20/09/2022. 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.*

³² Memorando de Informações

³³ BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. Editora Saraiva, 2017. Pág 357

vinculante é quando o interessado apenas sugere um preço para o ativo, especificando exatamente qual o objeto de sua proposta.³⁴

Nesse contexto, normalmente, elabora-se de um Memorando de Entendimentos, conhecido como *Memorandum of Understanding* (MOU).

Esse documento consiste em um contrato preliminar realizado antes da operação acontecer de fato, para formalizar os entendimentos, termos, detalhes e o acordo verbal entre as partes evitando que mudanças gerem prejuízos aos envolvidos e objetivando alinhar tudo que foi discutido e combinado entre as partes, contendo os principais termos e condições, bem como, a participação de cada parte, o papel de cada um, os valores envolvidos, os direitos e deveres, entre outros.

Em suma, o MOU é um acordo de troca de dados e cooperação mútua entre as partes com o alinhamento de tudo que já foi acordado de forma verbal.³⁵

O MOU é preparado pelo potencial comprador e no momento de sua apresentação, as partes têm definidos seus planos estratégicos e cronogramas para o fechamento da transação. Por isso, esse documento preliminar que vai guiar toda a conduta das partes até o fechamento da operação.³⁶

Por fim, é com o advento das ofertas e das etapas preliminares que costuma se iniciar a apuração de contingências pelo processo de diligência legal e na sequência a disponibilização das informações levantadas.

4.2 Auditoria

O termo utilizado para designar as auditorias nas operações de M&A é *due dilligence*. O principal objetivo desse processo é investigar a empresa-alvo, apurar contingências tributárias e trabalhistas, bem como aspectos regulatórios, tais como, matrículas de imóveis, marcar, patentes e etc. Além disso, são apurados aspectos societários, quais sejam, contratos sociais, contratos financeiros, balanços e suas publicações e etc.

Conforme leciona, ARNOLDO WALD:

³⁴ Aula 2 - **Negociação e Contratos Preliminares - I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições**, Vídeo, son., color 2020. Publicado pelo canal CM&A USP. Disponível em <https://www.youtube.com/watch?v=NxED16S0sZA> Acesso em: 19/09/2022.

³⁵ GAUDÊNCIO, Samuel Carvalho; MCNAUGHTON, Charles William. **Fusões e Aquisições: prática jurídica no M&A**. 3. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, Pág. 13.

³⁶ BUY CO. MOU: **a importância do Memorando de Entendimentos no processo de M&A**. 15 de outubro de 2020. Disponível em < <https://buyco.com.br/blog/mou/>>. Acesso em: 20/09/2022.

Dentre os principais objetivos da *due diligence* 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.³⁷

Insta salientar que, os processos que compõem as operações de Fusões e Aquisições estão em constante mudança, tanto devido ao implemento da tecnologia quanto devido a observações de adversidades e novas necessidades de situações que vem surgindo no decorrer da transação, especialmente, no período da pandemia do covid-19.

Isso porque, em um mundo pós-COVID-19, os compradores estão mais inclinados a realizar uma *due diligence* mais detalhada em determinadas áreas para entender melhor o escopo geográfico e as dependências das operações e como o COVID-19 ou outros eventos no futuro podem afetá-los ou causar perturbações aos negócios.³⁸

Por fim, após os profissionais envolvidos na operação tomarem ciência dos documentos e informações obtidas na *due diligence*, o comprador pode acatar as condições postas pelo vendedor e fazer uma proposta, inaugurando as negociações quanto ao preço³⁹.

4.3 Contratos Definitivos

Ato contínuo, ocorre o início das negociações, seguidas da confecção e celebração dos contratos definitivos. O contratos definitivo costumam a conter alguns instrumentos gerais, quais sejam, a qualificação das partes; a descrição do objeto da negociação; o preço ajustado e suas condições de pagamento; declarações e garantias (*representations and warranties*), que serão melhor estudadas em momento posterior; responsabilidade das partes e suas obrigações bem como as penalidades em caso de

³⁷ WALD, 2009, Pág. 54.

³⁸ TRAN, Steven; UHRYNUK, Mark; WEST, James. **Private M&A in the Post-Pandemic World: How COVID19 Could Shape Deal-Making in the Future**. 08./042020. 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: 20/092022. [No original: *In a postCOVID-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*].

³⁹ BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. Editora Saraiva, 2017.Pág. 368

descumprimento. Nesse sentido, é nessa fase que as cláusulas e condições serão negociadas entre as partes, compradora e vendedora.⁴⁰

No que se refere a negociação do contrato principal, dependendo diretamente do tipo de operação em questão, o contrato poderá ser: (i) Contrato de compra e venda de cotas ou de ações, que é também conhecido como *Quota Purchase Agreement (QPA)* ou *Share Purchase Agreement (SPA)*, utilizados nos casos de aquisição de participação societária total ou parcial do vendedor pelo comprador; (ii) Contrato de subscrição de cotas ou de ações, *Quota Subscription Agreement (QSA)* ou *Share Subscription Agreement (SSA)*, para processos em que a participação do novo sócio seja aceita mediante subscrição e integralização de novas cotas ou ações de emissão da marca; e (iii) Contrato de compra e venda de ativos ou *Asset Purchase Agreement (APA)*, usado em caso de aquisição direta de ativos.⁴¹

Quando as partes estiverem acordado os termos estabelecidos a operação estará pronta para que os contratos definitivos sejam assinados. No âmbito das operações e Fusões e Aquisições, a assinatura dos contratos definitivos é denominada *signing*, e o fechamento da operação, momento em que o comprador realiza o pagamento, é denominado *closing*.

Transações nas quais o *signing* e o *closing* ocorrem simultaneamente são raras, uma vez que normalmente há um intervalo de tempo entre a assinatura e o fechamento. Nesse período, condições precedentes e/ou suspensivas poderão ser contempladas para o efetivo fechamento da operação⁴².

No que se refere à extensão desse intervalo de tempo, este se prolongará conforme a complexidade para atender as condições estabelecidas. Essas condições podem variar conforme os objetivos das partes na transação.

No decurso desse período o negócio ficará relativamente engessado, uma vez vendedor não poderá administrá-lo plenamente, tampouco comprador, sob pena de configurar, por exemplo, o *gunjumping*, isto é, a integração prematura das atividades das partes envolvidas no ato de concentração, antes da autorização do CADE, no caso de operações que envolvam Sociedades Anônimas⁴³.

⁴⁰ BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. São Paulo. Editora Saraiva, 2017. Pág. 282

⁴¹ BLB, Brasil. **7 etapas do processo de M&A**. Disponível em: <https://www.blbbrasil.com.br/blog/proces-soma/> Acesso em: 26/09/2022.

⁴² BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. São Paulo. Editora Saraiva, 2017. Pág. 383

⁴³ AULA 4 –Estruturas das operações de M&A I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições, 2020

Sendo assim, é nesse contexto em que os compradores tentam se proteger através de previsões contratuais e, nesse período que cabe introduzir a cláusula MAC, tema central do presente estudo⁴⁴.

⁴⁴ BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. São Paulo. Editora Saraiva, 2017. Pág 401

5 CLÁUSULA MAC

A cláusula de MAC - abreviação em inglês para a expressão *Material Adverse Change* – trata-se de uma cláusula utilizada em contratos de Fusões e Aquisições, permitindo ao adquirente da empresa rescindir o contrato e não concluir a operação na hipótese de ocorrência de alteração relevante na empresa objeto da aquisição, que a impacte de forma negativa.

Essa cláusula deve especificar detalhadamente as circunstâncias em que o comprador poderá não concluir uma transação de fusão ou aquisição. Dessa forma, sua utilização se justifica como garantia ao adquirente, que na hipótese de ocorrerem mudanças significativas, que modifiquem e tornem a conclusão da operação e a aquisição da empresa-alvo menos atraente do que as condições anteriormente analisadas, este terá a prerrogativa de unilateralmente não fechar a operação.

5.1 Origem da cláusula MAC

A cláusula *Material Adverse Change* teve sua origem na regulamentação americana do mercado de valores mobiliários. Seu primeiro registro, conforme dados oficiais, foi identificado na obrigatoriedade de divulgação de atos, fatos e situações que pudessem causar à empresa-alvo efeitos materiais adversos, segundo a previsão do *Securities Exchange Act*, promulgada em 1934 nos Estados Unidos da América.⁴⁵

Nesse sentido, trata-se de lei geral que constitui a base da regulamentação dos mercados financeiros americanos e que rege a negociação secundária de títulos (ações, títulos e debêntures) nos Estados Unidos da América, com aplicação sob responsabilidade da SEC – *Securities and Exchange Commission*.

Insta pontuar que desde então, há registros do uso de cláusulas *Material Adverse Change* durante todo o século XX até o momento presente. No entanto, houve uma profunda transformação na tradicional cláusula MAC para a atual ao longo dos últimos 15 anos, na medida em que foi possível verificar a utilização de cláusulas de *Material Adverse Change* com maior intensidade e de forma mais complexa e detalhada, com as

⁴⁵FISCALL CORPORETE. **M&A cláusula de MAC e MAE: O que são e quando devem ser utilizadas?** Disponível em 09 nov. 2020: <https://www.fiscallsolucoes.com.br/blog/post/m-clausula-de-mac-e-mae-o-que-sao-e-quando-devem-ser-utilizadas>. Acesso em: 05/09/2022.

partes envolvidas especificando a maior quantidade de elementos que possam constituir mudança adversa relevante, bem como todas as eventuais hipóteses de exclusão (os chamados *carve-outs*).⁴⁶

Nota-se, portanto, que a cláusula MAC é de extrema importância, sobretudo, em momentos de dificuldades financeiras, operacionais ou estruturais da empresa-alvo. Uma redação abrangente da cláusula *Material Adverse Change* pode deixar a parte compradora em uma situação mais confortável e segura para, a qualquer momento, interromper as negociações e desistir da aquisição ou da fusão inicialmente acordada. Assim, é possível ainda que o a parte vendedora aceite renegociar o preço, especialmente quando a cláusula for redigida por especialistas com termos mais genéricos ou abrangentes.⁴⁷

5.2 O conceito da cláusula MAC e suas especificidades

Nos ensinamentos de HUNTER THREEET, a definição da cláusula de MAC condiciona sua materialidade na probabilidade de que uma mudança adversa afetaria um adquirente a tomar a decisão de concluir a transação. Nesse sentido, se uma mudança na empresa que será adquirida tem probabilidade razoável de afetar a decisão de um adquirente de fechar a operação, então a mudança é considerada material, como será detalhadamente elucidado posteriormente.⁴⁸

Ainda, segundo ARNOLDO WALD objetiva conferir segurança às partes durante o período de cumprimento de condições suspensivas à eficácia da operação. Essas condições podem variar conforme os objetivos (que variam de acordo com os objetivos das partes da transação, sendo exemplos as correntes de aprovação do negócio por

⁴⁶ ELKEN, Andrew C. **Rethinking the Material Adverse Change Clause in Merger and Acquisition Agreements: Should the United States Consider the British Model?** Pág. 293. Disponível em: https://southerncalifornialawreview.com/wp-content/uploads/2018/01/82_291.pdf. Acesso em: 05/09/2022. [No original: The last fifteen years, however, the MAC clause has transformed dramatically. The typical modern MAC clause is now extraordinarily complex and detailed, as many corporate attorneys attempt to specify nearly all of the elements that could constitute a MAC and all of the carve-outs, or exceptions, to those elements.]

⁴⁷ LUZONE, Leandro. **A importância da cláusula MAC em fusões e aquisições em tempos de pandemia do Coronavírus.** Disponível em 20/05/2019: <https://www.luzonelegal.com/pt/article?id=139> Acesso em: 05/09/2022.

⁴⁸ THREEET, Hunter C. **The Definition of Material Adverse Change: Balancing Risk in Merger Agreements Under Delaware Law**, Transactions: the Tennessee Journal of Business Law, Pág. 1020. Disponível em: <https://ir.law.utk.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1406&context=transactions>. Acesso em: 05/09/2022. [No original: Specifically, the draft definition conditions materiality on the probability that an adverse change would affect a reasonable acquiror's decision to complete the transaction as contemplated by the merger agreement between Target Co. and Acquiring Co. Under the draft definition, if a change in Target Co. has a reasonable likelihood of affecting a reasonable acquiror's decision to close the transaction, then the change is considered material.]

entidades governamentais, a obtenção de licenças ambientais ou administrativas, a realização/finalização de auditoria financeira ou contábil na sociedade a ser adquirida ou incorporada, a obtenção de financiamento e a constituição de novas sociedades.⁴⁹

Por conseguinte, a principal finalidade desta cláusula é tratar da possibilidade de o negócio ser desfeito caso durante o período de verificação das condições suspensivas ocorra algum evento material adverso. No sistema anglo-saxão a cláusula MAC outorga às partes o direito de denunciar o contrato, conhecido pela expressão: *walk away right*.⁵⁰

Assim, a cláusula MAC se concentra em um mecanismo resolutório unilateral, que serve para proteger o investidor, ou adquirente, o colocando em uma posição forte e confortável, enquanto permite que ele denuncie o contrato em situações que ocorram alterações estruturais adversas daquelas uma vez existentes, as quais influenciaram na operação. Dessa forma, seu principal fundamento está no fato de que tais situações adversas precisam surgir entre a assinatura do contrato de Compra e Venda e o fechamento da operação, tornando o negócio pouco atraente.

Essa cláusula, portanto, atua como uma possibilidade de rescisão convencional, a qual, diz respeito à extinção do contrato previamente estipulada pelas partes.

No entendimento de ORLANDO GOMES, a rescisão convencional ocorre quando no próprio contrato se atribui a faculdade de rescindir a qualquer dos contratantes, se eles estipularem que pode ser dissolvido antes da expiração do termo, assim o desejo uma das partes.⁵¹

Insta salientar, entretanto, que mesmo diante da ausência da cláusula MAC, a parte que for lesada por algum efeito adverso poderá fazer uso da Teoria da Imprevisão, elucidada anteriormente, para reivindicar a resolução contratual.

5.3 A estrutura da cláusula MAC nos contratos de Fusões e Aquisições

5.3.1 Formatos da Cláusula *Material Adverse Change*

A cláusula MAC pode ser incluída no contrato de duas formas: (i) como uma condição de fechamento, de forma que o adquirente pode não fechar o negócio se o vendedor tiver sofrido um efeito material adverso, nomeado em inglês como *closing*

⁴⁹ WALD, Arnaldo. **Fusão, Cisão, Incorporação e temas correlatos**. 3. ed. São Paulo. Editora Quartier Latin do Brasil, 2009. Pág. 57

⁵⁰ BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. São Paulo. Editora Saraiva, 2017. Pág. 302.

⁵¹ GOMES, Orlando. **Contratos**. 27. Rio de Janeiro. Editora Forense, 2019, Pág. 182.

*condition*⁵²; e (ii) 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 falsa.⁵³

A ausência de alteração adversa relevante pode ser inserida dentre as cláusulas de declarações e garantias prestadas pelo vendedor, ou também como uma cláusula independente, de obrigações ao fechamento, que disponha que não ocorreram alterações adversas relevantes entre a data de assinatura e a data de efetivo fechamento.

Ademais, as cláusulas MAC seguem uma estrutura relativamente similar e utilizam linguagem semelhante para definir as condições que permitiriam ao comprador não assumir sua obrigação de aquisição mediante a ocorrência de alteração adversa relevante.

5.3.2 Amplitude da Cláusula *Material Adverse Change*

A cláusula MAC pode ser dividida em duas modalidades: genérica e específica. A primeira, e menos utilizada, é estruturada de maneira a estabelecer que qualquer situação, ou fato, que altere os resultados da empresa-alvo deve ser considerada efeito adverso, ainda que sem previsão expressa no contrato.⁵⁴

Já na modalidade específica há duas possibilidades: (i) a descrição específica de eventos que serão considerados alterações adversas relevantes, de acordo com elementos peculiares pertencentes ao caso específico da transação (*inclusions*); e (iii) elencam os eventos que se enquadrariam na MAC pela definição, mas que as partes decidiram por excluir (*carve out*)⁵⁵

No que concerne à *inclusions*, está é uma modalidade da cláusula MAC, na qual é permitido aos compradores que se afastem de um acordo se houver alguma mudança adversa nas condições comerciais ou gerais do mercado do alvo, e podem até fazer

⁵² THREET, op. cit. Pág. 1028

⁵³ Ibid., Pág. 1028.

⁵⁴ EIGA, Felipe Barreto; CLOUD, Beatriz Nunes, “**Pandemia, cláusula MAC e contratos de aquisição.**” 03/02/2021. Disponível em: <https://bvalaw.com.br/pandemia-clausula-mac-e-contratosde-aquisicao/>. Acesso em: 10/09/2022

⁵⁵ ADAMS, Kenneth A. **A Legal Usage Analysis of "Material Adverse Change" Provisions**, 10 FORDHAM J. CORP. & FIN, 2004. Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/jcfl/vol10/iss1/2/>. Acesso em: 09/09/2022.

referência a eventos específicos, como a perda de um certo número de relacionamentos-chave com o cliente.⁵⁶

Com relação à *carve-out*, esta ocorre quando a cláusula MAC se apresente como excludente, isto é, quando é determinado no contrato eventos que não serão considerados mudanças adversas relevantes. Dessa forma, elas protegem o contrato de ser rompido pelas situações mencionadas na cláusula.

Assim, nota-se que *carve-out* é uma exceção a aplicação da MAC, que objetiva o deslocamento do risco que seria absorvido pelo vendedor, para o comprador.⁵⁷

Insta salientar que os contratantes não estariam afastando o efeito adverso em sua totalidade. Eles somente estariam acordando que o efeito pode vir a acontecer normalmente como consequência a alguma alteração externa. No entanto, os efeitos que vierem das situações dispostas não se caracterizariam adversos para fins do contrato. E, apesar de ser feita a exclusão de determinado assunto na definição da cláusula, isso não significa que referido assunto não esteja incluído na definição genérica desta.

Ainda que os tipos mais comuns da cláusula MAC sejam classificados quanto a forma e amplitude, na prática essa questão é rodeada de controvérsias, especialmente, quanto à caracterização do efeito material adverso em si, motivo pelo qual o tema será abordado a seguir.

⁵⁶ MAYER BROWN, **Private M&A in the Post-Pandemic World: How COVID-19 Could Shape Deal-Making in the Future**. 08/04/2020. Disponível em: <https://www.mayerbrown.com/en/perspectives-events/publications/2020/04/private-ma-in-the-postpandemic-world-how-covid-19-could-shape-deal-making-in-the-future>. Acesso em: 10/09/2022.

⁵⁷ SOMOGIE, Nathan. Failure of a "Basic Assumption of a "Basic Assumption" The Emer "he Emerging Standarging Standard for Excuse Under MAE Provisions: 2009

6. 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 contrato.⁵⁸ Essa caracterização é bastante complexa de ser aferida uma vez que depende de dois fatores: a definição dos eventos (*inclusions e carveouts*) e a definição de ‘materialidade’ nessas cláusulas.

No que se refere a definição dos eventos que caracterizam a cláusula MAC, é preciso analisar individualmente cada tipo de transação ou negócio e daquilo que foi estabelecido pelas partes. Nesse sentido, é preciso cautela durante a escolha dos termos para a elaboração da cláusula MAC, bem como a definição do que caracteriza um “evento adverso relevante”, na medida em que na eventualidade de invocar essa cláusula é preciso que a demonstração desse evento seja possível⁵⁹.

Já com relação ao termo “material”, no contexto de MAC, esta tem a finalidade de filtrar mudanças que não justificariam uma decisão razoável do adquirente de rescindir o contrato de fusão e desistir da transação. Assim, para sua definição é preciso estabelecer o que determina e caracteriza uma mudança suficientemente adversa, capaz de possibilitar à uma das partes a opção de afastar-se da transação sem que sofra nenhuma penalidade.

Para a sua definição, pode-se partir do conceito de “efeito material adverso”, que, como leciona HUNTER THREEET: “é qualquer fato, circunstância, evento, mudança, efeito ou ocorrência que, individualmente ou em conjunto, teve ou teria uma probabilidade razoável de ter um efeito adverso relevante sobre os ativos, propriedades, negócios, resultados da operação ou condição da empresa-alvo e suas subsidiárias, como um todo, ou que seria razoavelmente provável de impedir, atrasar ou prejudicar materialmente a capacidade desta de cumprir suas obrigações estabelecidas ou de consumir a Fusão ou as outras transações”.⁶⁰

⁵⁸ SOMOGIE, Nathan. Failure of a "Basic Assumption of a "Basic Assumption" The Emer “he **Emerging Standarging** Standard for Excuse Under MAE Provisions: 2009

⁵⁹ WEST, Glenn. **Avoiding the Mindless Use of the Brainless MAC Clause**. 2017.

⁶⁰ THREEET, Hunter. op. cit. [No original: “Material Adverse Effect” with respect to [the Target] means any fact, circumstance, event, change, effect or occurrence that, individually or in the aggregate (...) has had or would be reasonably likely to have a material adverse effect on the assets, properties, business, results of operation or condition (financial or otherwise) of [the Target] and its Subsidiaries, taken as a whole, or that would be reasonably likely to prevent or materially delay or materially impair the ability of [the Target] to perform its obligations hereunder or to consummate the Merger or the other transactions (...)].

Nesse diapasão, é possível citar, em rol exemplificativo, algumas das alterações de efeito adverso, quais sejam, (i) as mudanças com impacto na empresa-alvo; (ii) mudanças materiais nos mercados onde atuam a sociedade alvo e o adquirente e as atinentes às condições de mercado e (iii) financiamento necessárias para a prossecução da operação.⁶¹

Ainda que, existam algumas possibilidades gerais, como as supramencionadas, há muita dificuldade em determinar o que ou qual seria essa espécie de alteração. Entretanto, apesar da celeuma acerca do tema, pode-se ter como direcionamento o entendimento da corte *Delaware Court of Chancery*, criada nos Estados Unidos, e referência nas resoluções de casos que envolvam a cláusula MAC.

Apesar de suas decisões não serem vinculantes aos demais tribunais do país, seus encaminhamentos são utilizados como orientação na resolução de disputas que envolvam a aplicação de princípios do direito societário, nos Estados Unidos e no Mundo.⁶²

Para fins de elucidação, insta dissertar sobre a análise desta corte em um caso, no ano de 2017, envolvendo *The Mrs. Field Brand Inc. versus Interbake Foods LLC*. Nessa oportunidade, a corte estabeleceu três critérios a serem avaliados para determinar a materialidade de uma cláusula MAC, quais sejam, conhecimento, magnitude e duração (do evento),⁶³ baseando-se em no escopo decisório de uma demanda anterior: *Tyson Foods versus IBP Inc.*⁶⁴

Diante do caso exemplificado acima, nota-se, portanto, que, na prática, há dificuldade em caracterizar o efeito material adverso já que a aferição da materialidade dos eventos ocorridos pode ser interpretada de diferentes modos.

Nos Estados Unidos essa interpretação se dá a partir dos três critérios elaborados pela corte, além de todos os outros aspectos que permeiam as operações e os próprios contratos. E em outros países esse direcionamento acerca do entendimento de efeito material adverso também é replicado, como será demonstrado em momento posterior.

⁶¹ SÁ, Fernando Oliveira. **Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas, in *Direito Comercial e das Sociedades***. Estudos em memória do Professor Paulo M. Sendim. Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, 2012, Pág. 412.

⁶² SOMOGIE, Nathan. Op. cit.

⁶³ WEST. **Op. cit.**

⁶⁴ DELAWARE. In The Court of Chancery of State of Delaware. **C.A. No. 12201-CB**. *Mrs. Fields Brand, Inc., v. Interback Foods LLC*. Date decided: 26/06/2017. Disponível em: <https://casetext.com/case/mrs-fields-brand-inc-v-interbake-foods-llc>. Acesso em: 11/09/2022. [No original: “In 2008, Vice Chancellor Lamb analyzed a similar MAE clause and similarly held: “The important consideration therefore is whether there has been adverse change in the target's business that is consequential to the company's long-term earnings power over a commercially reasonable period.” He further emphasized that a party “faces a heavy burden when it attempts to invoke a material adverse effect clause in order to avoid its [contractual] obligation”]

7. CLÁUSULA MAC E O DIREITO BRASILEIRO

A cláusula *Material Adverse Change*, como já mencionado anteriormente, tem a finalidade de alocar riscos relacionados à evento incerto e imprevisíveis, motivo pelo qual tornou-se muito utilizada nos contratos de Fusões e Aquisições da atualidade.⁶⁵

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

Devido à sua utilidade, conforme discorrido anteriormente, foi importada da prática contratual estrangeira e recepcionada pelo nosso ordenamento.

Nesse diapasão, a Lei de Liberdade Econômica (Lei 13.874/2019) inseriu muitos dispositivos na legislação, que versam sobre a alocação contratual de riscos no Direito brasileiro.

Como exemplo, tem-se os artigos 421 e 421-A do Código Civil:

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.

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

Os artigos acima, tratam, da presunção, ainda que relativa, dos contratos empresariais e da excepcionalidade da revisão contratual, que positivam a segurança à alocação de riscos estabelecidos pelas partes, assim como a cláusula MAC se propõe a fazer.⁶⁶

Logo, nota-se que a lei supracitada adicionou segurança às disposições pactuadas pelas partes, dentre elas as cláusulas MAC. Isso porque, reforçou a autonomia das partes

⁶⁵ GUIAR, 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-extremacen%C3%A1rio-arthur-aguiar/?originalSubdomain=pt>. Acesso em: 12/09/2022

⁶⁶ GOMIERO, Paulo Henrique. **A livre alocação de riscos contratuais para enfrentamento da crise. Consultor jurídico.** 14/01/2021. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2021-jan-14/gomiero-livre-alocacao-riscos-contratuais-crise>. Acesso em: 11/09/2022.

quanto à alocação de riscos no contrato, bem como reforçou a limitação da revisão contratual.⁶⁷

Portanto, o dispositivo positivou a autonomia contratual no campo dos contratos empresariais, o que abrange os contratos de Fusões e Aquisições. Nesse sentido, determina que o ambiente negocial priorize o respeito ao pactuado, a celeridade e a transparência, garantindo que as partes possuam autonomia e, ao mesmo tempo, que haja uma intervenção mínima do Estado⁶⁸

7.1 Teoria da Imprevisão

Na legislação brasileira, quando o contrato não prevê cláusula MAC ou quando ocorre situações em que as partes determinam *carve out*, estes são analisados pelas teorias de interpretação contratual.

Com o objetivo de proteger o negócio jurídico, o legislador determina no art. 478 do Código Civil, a possibilidade de revisão contratual:

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.

Esse instituto prevê a possibilidade de desfazimento ou revisão forçada do contrato. Dentre os eventos que são exigidos para que tal teoria seja aplicada, há a ocorrência de extraordinariedade, isto é, acontecimento que extrapole a ordinariedade, bem como de imprevisibilidade que enseje desvantagem para uma das partes.⁶⁹

Pela disposição do supracitado artigo, é possível, à parte excessivamente onerada, requerer a resolução do contrato, cujos efeitos serão retroativos à data de citação. Assim, a proteção dos negócios jurídicos, engloba não somente o objeto dos contratos, como

⁶⁷BUSHATSKY, Daniel. **Considerações sobre a cláusula MAC no Brasil e sua aplicabilidade na pandemia**. Jota. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniaoeanalise/artigos/consideracoessobreaclausula-mac-nobrasileuaaplicabilidadenapandemia29052020> Acesso em: 11/09/2022

⁶⁸ SOUZA 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: 12/09/2022.

⁶⁹ GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito civil brasileiro – Contratos e Atos Unilaterais** Vol. 3. São Paulo: Saraiva, 2019, Pág. 55.

também seus litigantes, de forma que é um instituto de extrema relevância para o Direito Civil.⁷⁰

Através desse dispositivo, é possível discutir sobre o papel subsidiário da Teoria da Imprevisão no âmbito dos contratos de Fusões e Aquisições. Nesse sentido, SERGIO BOTREL entende que:

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.⁷¹

A teoria da imprevisão, portanto, pode ser utilizada subsidiariamente nos contratos de Fusões e Aquisições, por permitir a renegociação baseada em balizas contratualmente determinadas pelas partes no instrumento contratual.

Entretanto, nota-se que a cláusula MAC é mais ampla, uma vez que oportuniza às partes ajustar quais eventos imprevisíveis são relevantes e quais as consequências deles para a transação.

⁷⁰ BRASIL. Lei nº 10406 de 2022. Brasília, DF. Art. 393.

⁷¹ BOTREL, 2017, Pág. 401.

8. APLICABILIDADE DA CLÁUSULA MAC E O COVID-19

O advento da pandemia do coronavírus afetou drasticamente os mais diversos setores da economia. Como consequência, apesar do alto número de operações no primeiro mês de 2020, o mercado de Fusões e Aquisições sofreu queda de 25% no número de transações no primeiro semestre quando comparado com o mesmo período de 2019.⁷²

Diante deste cenário, muitos investidores encontram-se em um momento de altos riscos e incertezas, principalmente, com relação à condução da negociação, na medida em que suas especificidades e os aspectos que formaram o interesse do investidor podem ter sido radicalmente afetados, tornando o negócio muito menos atrativo.⁷³

Esse contexto revelou a necessidade de regulamentar situações adversas nos contratos, motivo pelo qual a cláusula de *Material Adverse Change* passou a ser aplicada com mais frequência nos últimos dois anos.

No caso da pandemia de Covid-19, destaca-se a possibilidade de inclusão ou exclusão do Covid-19 na cláusula MAC para incluir ou excluir seus efeitos do conceito de efeito material adverso.⁷⁴

Nesse diapasão, os efeitos da pandemia podem estar relacionados a muitos fatores que impactam o equilíbrio econômico-financeiro da operação, a capacidade de pagamento, além da variação cambial excessiva com a volatilidade atual do mercado. Por isso, a existência da cláusula MAC em contratos de F&A já celebrados é proficiente para os investidores no atual cenário.

Dessa forma, a ambas as partes devem avaliar a aplicação da referida cláusula na negociação já existente, considerando que certamente os negócios da empresa-alvo serão impactados pelas incertezas da atividade econômica mundial.⁷⁵

⁷² RAVAGNANI, Allan. **Fusões e aquisições no Brasil caem 25% no 1º semestre**. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2020/07/08/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-caem-25percent-no-1o-semester-diz-ttr.ghml>. Acesso em: 10/10/2022.

⁷³ COMEGNO, Gabriel. **Cláusula MAC e sua aplicação em tempos de pandemia**. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/337885/clausula-mac-e-sua-aplicacao-em-tempos-de-pandemia>. Acesso em: 16/12/2020.

⁷⁴ AMERICAN BAR ASSOCIATION. **Mostly Dead but Slightly Alive: M&A Deals of 2020**. 26/09/2022. Disponível em: https://www.americanbar.org/groups/business_law/publications/blt/2020/06/ma-deals-2020/ Acesso em: 15/09/2022.

⁷⁵ LUZONE LEGAL. **A IMPORTÂNCIA DA CLÁUSULA MAC EM FUSÕES E AQUISIÇÕES EM TEMPOS DE PANDEMIA DO CORONAVÍRUS**. Disponível em: <https://www.luzonelegal.com/en/article?id=139>. Acesso em: 12/10/2022

Outrossim, faz-se imprescindível analisar o caso em concreto, na medida em que possibilidade de inclusão ou exclusão do Covid-19 na cláusula MAC está condicionada a definição de efeito adverso relevante adotada no contrato de aquisição, bem como o mercado no qual estaria inserido à Sociedade-Alvo, para que se avalie se, de fato, esta foi afetada pelo efeito material adverso em questão.

9. APLICABILIDADE DA CLÁUSULA MAC

9.1 Operações Brasileiras

Tendo em vista que no Brasil a maior parte dos contratos de Fusões e Aquisições elegem a arbitragem como forma de solução de conflitos entre as partes, poucos casos tornam pública a discussão sobre a aplicabilidade da cláusula MAC para rescisão ou renegociação do contrato de aquisição em virtude de ocorrência de evento material adverso. No entanto, é possível citar casos em que efeitos adversos ocorreram entre a assinatura do contrato e o fechamento da operação, restando demonstrado a importância da previsão da cláusula MAC nos contratos.

Em dezembro de 2014, a Anima Educação divulgou a maior aquisição realizada no setor de ensino naquele ano, mediante a aquisição da Universidade Veiga de Almeida, do Rio de Janeiro, e do Centro Universitário Jorge Amado, da Bahia, que incorporavam o grupo Whitney Brasil, por R\$ 1,14 bilhão.⁷⁶

Entretanto, em abril de 2015, a Anima Educação divulgou o cancelamento da aquisição destas duas empresas em razão de alterações ocorridas nas regras do FIES - Fundo de Financiamento Estudantil do Governo Federal, que afetaram as premissas e perspectivas pelas quais foram negociadas as bases contratuais entre as partes e, sobretudo, reduziram o caixa das companhias que seriam adquiridas.⁷⁷

No caso, a Anima informou ter pagado R\$ 46 milhões à Whitney pela rescisão contratual. As alterações do Fies foram determinantes para mudanças substanciais no negócio que estava para ser celebrado, algo que poderia ter sido contemplado como efeito material adverso, se houvesse previsão de cláusula MAC na discussão contratual.⁷⁸

9.2 Operações Norte-Americanas

Em 23 de julho de 2016, a Yahoo e a Verizon celebraram o Contrato de Compra e Venda de Ações, no qual seria concluído o negócio e haveria a transferência das ações

⁷⁷ ESTADÃO CONTEÚDO. **Anima reverte lucro em prejuízo após cancelar compra da Whitney Brasil.** Em: Época Negócios, 20 de dezembro de 2014. Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Informacao/Acao/noticia/2014/12/anima-educacional-compra-escolas-da-whitney-no-brasil.html>. Acesso em: 13/10/2022

do Yahoo para a Verizon por meio do cumprimento ou a renúncia das condições estabelecidas em referido contrato.

No entanto, no decorrer do processo de aquisição, em setembro de 2016, o Yahoo anunciou que ao final de 2014, informações de cerca de 500 milhões de usuários podem ter sido roubadas, o que incluía dados e informações sigilosas destes usuários, quais sejam, nomes, telefones, datas de nascimento e senhas.

Diante desse contexto, questionou-se se o ocorrido poderia ser caracterizado como mudança adversa relevante no desenvolvimento da atividade exercida pela Companhia ou não. Assim, em 13 de outubro de 2016, a Version indicou que tinha a intenção de buscar uma renegociação de sua planejada aquisição do Yahoo.

Isso porque, na condição de compradora, a Version poderia considerar referida exposição como mudança adversa relevante, como forma de poder renegociar os termos, através da redução do preço de aquisição que originalmente foi acordado entre as partes.

Nesse caso, a cláusula MAC não inviabilizou a transação, mas abriu oportunidade para que o comprador pudesse renegociar o valor de aquisição do Yahoo, e, meses depois, concluísse a transação por centenas de milhões de dólares abaixo do esperado.⁷⁹

⁷⁹ LUDEN, Ingrid. **After data breaches, Verizon knocks \$350M off Yahoo sale, now valued at \$4.48B.** Disponível em: <https://techcrunch.com/2017/02/21/verizon-knocks-350m-off-yahoo-sale-after-data-breaches-now-valued-at-4-48b/>. Acesso em: 18/10/2022

10. CONCLUSÃO

Conforme elucidado no presente trabalho, a cláusula MAC é um excelente mecanismo de alocar contratualmente riscos imprevisíveis. Isso porque, estas preveem alternativas cabíveis no caso de episódios decorrentes de instabilidades do mercado, que afetam a empresa-alvo e, conseqüentemente, comprometem o interesse dos possíveis adquirentes na operação.

Assim, a cláusula MAC tem a finalidade de definir eventos cuja ocorrência possa caracterizar um efeito material adverso, de forma que permite ao comprador a possibilidade de encerrar a operação ou renegociar as condições pactuadas nas tratativas e até mesmo o preço da aquisição.

No entanto, nota-se que a aplicação da referida cláusula é dificultosa, na medida em que os termos “efeito material” e “relevante” são amplos e, assim, podem ser interpretados de muitas maneiras. Nesse sentido, é possível que as partes optem por utilizar-se de termos mais objetivos para definir o efeito material adverso, objetivando restringir sua interpretação.

Outrossim, no cenário norte americano a cláusula MAC vem sendo aplicada há mais de 10 anos, principalmente, devido à grande instabilidade causada durante e após crise financeira de 2008. Já no Brasil, a aplicabilidade desta se tornou mais comum depois da pandemia do Covid-19, que colocou muitos investidores em situações de riscos, impulsionando a necessidade de antever circunstanciais imprevisíveis ligadas a inconstâncias econômicas, sociais e políticas nos contratos de Fusões e Aquisições brasileiros.

É cediço, portanto, que ao analisarmos a cláusula MAC sob a ótica dos contratos de Fusões e Aquisições, nota-se que sua finalidade é ser um instrumento capaz de proteger as partes de conflitos emergente. Assim, quando redigida de maneira adequada, refletindo de boa fé a vontade das partes interessadas, a aplicação da referida cláusula traz consequências positivas no plano empresarial, jurídico e negocial, demonstrando ser uma alternativa necessária para a proteção do comprador e vendedor envolvidos nas operações.

REFERÊNCIAS

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

CONTRATO de compra de ações celebrado entre PGI Polímeros Brasil SA e alguns fundos de investimentos em 2014. Cláusula 5.3. Disponível em: [https://sistemas.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-201407376/20140620_Contrato_de_Compra_e_Venda_de_A%C3%A7%C3%B5es_\(SPA\).pdf](https://sistemas.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-201407376/20140620_Contrato_de_Compra_e_Venda_de_A%C3%A7%C3%B5es_(SPA).pdf). Acesso em: 09/09/22.

AULA 1 **Introdução ao M&A I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições**. Realização de Center For M&A Studies. Coordenação de Usp/ PucRio. São Paulo, 2020. (105 min.), Vídeo, son., color. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=dLSZOQfDNsM&t=577s>. Acesso em: 19/09/2022.

CRENONINI, Fernanda. **Principais aspectos do procedimento e da atuação de advogados em fusões e aquisições**. 23 de setembro de 2020. Disponível em: <https://www.aurum.com.br/blog/fusoes-e-aquisicoes>. Acesso em 20/09/2022.

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

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: 22/09/22.

AMORIM, Lucas. **Os bastidores da fusão que criou a maior cervejaria do mundo**. 02/08/2018. Disponível em: <https://exame.com/revista-exame/a-genese-da-maior-cervejaria-do-mundo/>. Acesso em: 22/09/2022.

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

AULA 2 – **Negociação e contratos preliminares -I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições**, 2020. Vídeo, son., color 2020. Publicado pelo canal CM&A USP. Disponível em <https://www.youtube.com/watch?v=NxED16S0szA>> Acesso em: 19/09/2022

AULA 4 – **Estrutura das operações de M&A - I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições**. Realização de Center For M&A Studies. Coordenação de Usp/ PucRio. São Paulo, 2020. (125 min.), Vídeo, son., color. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=dLSZOQfDNsM&t=577s>. Acesso em: 20/09/2022.

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-mergersand-acquisitions/?sh=1e2e80616a6b>. Acesso em: 20/09/2022.

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

BUY CO. MOU: **a importância do Memorando de Entendimentos no processo de M&A**. 15 de outubro de 2020. Disponível em < <https://buyco.com.br/blog/mou/>>. Acesso em: 20/09/2022.

TRAN, Steven; UHRYNUK, Mark; WEST, James. **Private M&A in the Post-Pandemic World: How COVID19 Could Shape Deal-Making in the Future**. 08./042020. Mayer Brown. Disponível em: <https://www.mayerbrown.com/en/perspectives-events/publications/2020/04/private-ma-in-the-post-pandemicworld-how-covid-19-could-shape-deal-making-in-the-future> Acesso em: 20/09/2022.

BLB, Brasil. **7 etapas do processo de M&A**. Disponível em: <https://www.blbbrasil.com.br/blog/processoma/> Acesso em: 26/09/2022.

FISCALL CORPORETE. **M&A cláusula de MAC e MAE: O que são e quando devem ser utilizadas?** Disponível em 09 nov. 2020: <https://www.fiscallsolucoes.com.br/blog/post/m-clausula-de-mac-e-mae-o-que-sao-e-quando-devem-ser-utilizadas>. Acesso em: 05/09/2022.

ELKEN, Andrew C. **Rethinking the Material Adverse Change Clause in Merger and Acquisition Agreements: Should the United States Consider the British Model?** Pág. 293. Disponível em: https://southerncalifornialawreview.com/wp-content/uploads/2018/01/82_291.pdf. Acesso em: 05/09/2022.

LUZONE, Leandro. **A importância da cláusula MAC em fusões e aquisições em tempos de pandemia do Coronavírus.** Disponível em: <https://www.luzonelegal.com/pt/article?id=139> Acesso em: 05/09/2022.

THREET, Hunter C. **The Definition of Material Adverse Change: Balancing Risk in Merger Agreements Under Delaware Law**, Transactions: the Tennessee Journal of Business Law. Disponível em: <https://ir.law.utk.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1406&context=transactions>. Acesso em: 05/09/2022.

GOMES, Orlando. **Contratos**. 27. Rio de Janeiro. Editora Forense, 2019.

EIGA, Felipe Barreto; CLOUD, Beatriz Nunes, **“Pandemia, cláusula MAC e contratos de aquisição.”** 03/02/2021. Disponível em: <https://bvalaw.com.br/pandemia-clausula-mac-e-contratosde-aquisicao/>. Acesso em: 10/09/2022

ADAMS, Kenneth A. **A Legal Usage Analysis of "Material Adverse Change" Provisions**, 10 FORDHAM J. CORP. & FIN, 2004. Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/jcfl/vol10/iss1/2/>. Acesso em: 09/09/2022.

MAYER BROWN, **Private M&A in the Post-Pandemic World: How COVID-19 Could Shape Deal-Making in the Future**. 08/04/2020. Disponível em: <https://www.mayerbrown.com/en/perspectives-events/publications/2020/04/private-ma-in-the-postpandemic-world-how-covid-19-could-shape-deal-making-in-the-future>. Acesso em: 10/09/2022.

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

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

SÁ, Fernando Oliveira. **Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas, in Direito Comercial e das Sociedades**. Estudos em memória do Professor Paulo M. Sendim. Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, 2012.

DELAWARE. In The Court of Chancery of State of Delaware. **C.A. No. 12201-CB**. Mrs. Fields Brand, Inc., v. Interback Foods LLC. Date decided: 26/06/2017. Disponível em: <https://casetext.com/case/mrs-fields-brand-inc-v-interbake-foods-llc>. Acesso em: 11/09/2022.

GUIAR, 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-suextremacen%C3%A1rio-arthur-aguiar/?originalSubdomain=pt>. Acesso em: 12/09/2022

GOMIERO, Paulo Henrique. **A livre alocação de riscos contratuais para enfrentamento da crise. Consultor jurídico**. 14/01/2021. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2021-jan-14/gomiero-livre-alocacao-riscos-contratuais-crise>. Acesso em: 11/09/2022.

BUSHATSKY, Daniel. **Considerações sobre a cláusula MAC no Brasil e sua aplicabilidade na pandemia**. Jota. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniaoeanalise/artigos/consideracoessobreaclausulamacnobrasilesuaaplicabilidadenapandemia29052020>. Acesso em: 11/09/2022

SOUZA 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: 12/09/2022.

GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito civil brasileiro – Contratos e Atos Unilaterais** Vol. 3. São Paulo: Saraiva, 2019.

RAVAGNANI, Allan. **Fusões e aquisições no Brasil caem 25% no 1º semestre**. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2020/07/08/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-caem-25percent-no-1o-semester-diz-ttr.gh.html>. Acesso em: 10/10/2022.

COMEGNO, Gabriel. **Cláusula MAC e sua aplicação em tempos de pandemia**. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/337885/clausula-mac-e-sua-aplicacao-em-tempos-de-pandemia>. Acesso em: 16/12/2020.

AMERICAN BAR ASSOCIATION. **Mostly Dead but Slightly Alive: M&A Deals of 2020**. 26/09/2022. Disponível em: https://www.americanbar.org/groups/business_law/publications/blt/2020/06/ma-deals-2020/ Acesso em: 15/09/2022.

ESTADÃO CONTEÚDO. **Anima reverte lucro em prejuízo após cancelar compra da Whitney Brasil**. Em: Época Negócios, 20 de dezembro de 2014. Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Informacao/Acao/noticia/2014/12/anima-educacional-compra-escolas-da-whitney-no-brasil.html>. Acesso em: 13/10/2022

LUDEN, Ingrid. **After data breaches, Verizon knocks \$350M off Yahoo sale, now valued at \$4.48B**. Disponível em: <https://techcrunch.com/2017/02/21/verizon-knocks-350m-off-yahoo-sale-after-data-breaches-now-valued-at-4-48b/>. Acesso em: 18/10/2022