

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 29

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Julho / Dezembro de 2021

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. Enzo Baiocchi, Prof. Ivan Garcia, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares, Prof. Mauricio Moreira Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski e Prof. Sérgio Campinho).

EDITORES: Sérgio Campinho e Mauricio Moreira Menezes.

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), Ana Frazão (UNB), António José Avelãs Nunes (Universidade de Coimbra), Carmen Tiburcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Universidade de Coimbra), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), Luiz Edson Fachin (UFPR), Marie-Hélène Monsèrié-Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (USP), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto e Mariana Pinto (coordenadores). Guilherme Vinseiro Martins, Leonardo da Silva Sant'Anna, Livia Ximenes Damasceno, Mariana Campinho, Mariana Pereira, Mauro Teixeira de Faria, Nicholas Furlan Di Biase e Rodrigo Cavalcante Moreira.

PARECERISTAS DESTE NÚMERO: Bruno Valladão Guimarães Ferreira (PUC-Rio), Caroline da Rosa Pinheiro (UFJF), Fabrício de Souza Oliveira (UFJF), Jacques Labrunie (PUC-SP), Maíra Fajardo Linhares Pereira (UFJF), Marcelo Lauer Leite (UFERSA), Pedro Wehrs do Vale Fernandes (UERJ), Rafael Vieira de Andrade de Sá (FGV-SP), Raphaela Magnino Rosa Portilho (UERJ), Rodrigo da Guia Silva (UERJ) e Vinicius Figueiredo Chaves (UFRJ).

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — n° 29 (julho/dezembro 2021)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

O ESTRANHO ANIMAL CHAMADO CLÁUSULA MAC¹

THE STRANGE ANIMAL CALLED MAC CLAUSE

*Matheus Sprenger Neubauer da Costa**

Resumo: O presente artigo se propõe a analisar a formação da cláusula MAC em contratos de Fusões e Aquisições, desde sua expressão criadora, bem como quanto à evolução jurisprudencial a respeito. Ao se agregar as considerações doutrinárias, será possível confirmar que a problemática em torno da cláusula MAC (*Material Adverse Change*) se resume à redação e interpretação inserida no contexto dos fatos. Após esse desenvolvimento, se identificará o regime legal aplicável no direito brasileiro com a ausência da cláusula.

Palavras-chave: Contrato. Direito Societário. Participação Societária. Cláusula Contratual. Resolução do Contrato.

Abstract: This article proposes to analyze the formation of the MAC (Material Adverse Change) clause in Mergers and Acquisitions contracts, from its creative expression, as well as the evolution of jurisprudence in this regard. By adding the doctrine's considerations, it will be possible to confirm that the problem surrounding the MAC clause is limited to the writing and interpretation inserted in the context of the facts. After this development, the legal regime applicable in brazilian law will be identified with the absence of the clause.

Keywords: Contract. Corporate Law. Equity. Contractual Clause. Termination of Contract.

¹ Artigo recebido em 04.02.2022 e aceito em 06.03.2022.

* Mestrando em Direito pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul. LLM em Direito Empresarial pela Fundação Getúlio Vargas. Advogado no escritório Carpena Advogados Associados. E-mail: matheuscosta_18@hotmail.com

Sumário: Introdução. 1. Evolução Histórica e Jurisprudencial. 2. Visões Doutrinárias e as Consequências da Ausência. Conclusão.

Introdução.

Dentre as diversas contratações empresariais, a aquisição de participação societária é uma das maiores expressões de elevada autonomia da vontade entre as partes. A prática revela que as cláusulas são largamente discutidas, os valores envolvidos são vultosos e o negócio jurídico costuma envolver fases que não são concluídas em pouco tempo como, por exemplo, a elaboração de um memorando de entendimento, a realização de uma *due diligence*, atos estes que podem levar meses.

Assim, pela complexidade que envolve esse tipo de operação, o tempo é um fator considerado nas negociações. Isso se observa a partir dos atos finais, quais sejam, a assinatura do contrato definitivo, também chamada de *signing* e o momento no qual o contrato de aquisição da participação societária passa a produzir a totalidade dos efeitos contratados – em especial, a transferência da participação societária - que é chamado de fechamento ou *closing*. Ocorrido o *closing*, os riscos vindouros do negócio passarão a ser totalmente do comprador.

Entretanto, muitas vezes, ocorre de a assinatura e o fechamento não coincidirem no tempo, ou seja, o *closing* pode vir a ocorrer somente meses após o *signing* ou até mesmo que ocorra determinado evento estipulado sem termo certo. Essa situação se denomina fechamento diferido, circunstância que será o objeto de uma cláusula MAC, ao passo que se houver coincidência temporal entre o *signing* e o *closing*, haverá denominação de fechamento imediato ou instantâneo, sendo desnecessária a estipulação de uma cláusula MAC, visto que todos os efeitos jurídicos acordados já serão exigíveis.

A análise deste artigo se restringirá à análise da referida cláusula nos contratos das chamadas operações de M&A (*Mergers and Acquisitions*), traduzidas pela praxe brasileira como operações de F&A (Fusões e Aquisições), eis que a cláusula MAC também é encontrada em contratos de seguro. Na primeira parte da pesquisa a seguir, serão abordadas questões históricas e jurisprudenciais, com preponderância do direito norte americano. A segunda parte apresentará a principal doutrina do tema e os efeitos práticos na ausência de inserção da cláusula nos contratos de aquisição de participação societária, encerrando-se o artigo com as conclusões obtidas a respeito.

1. Evolução Histórica e Jurisprudencial.

Na perspectiva histórica, não é surpresa que a cláusula MAC tenha origem na *common law*. Esta cláusula se relaciona diretamente com a expressão *Material Adverse Change* (MAC) ou também *Material Adverse Effect* (MAE),² inicialmente trazida a partir do *Securities Exchange Act* de 1934.³

Sobre o *Securities Exchange Act* de 1934, Pedro Santos Cruz⁴ verifica que as companhias abertas americanas passaram a ser obrigadas a divulgar em bases trimestrais (*Form 10-Q*) e anuais (*Form 10-K*) informações a respeito dos seus negócios e da sua saúde financeira

2 Para fins conceituais, este artigo utilizará as expressões MAC e MAE como expressões sinônimas, o que, de acordo com Robert Miller, é geralmente aceito, que também indica que a expressão MAE vem substituindo a expressão MAC. (MILLER, Robert T., Material Adverse Effect Clauses and the COVID-19 Pandemic. (May 18, 2020). *U Iowa Legal Studies Research Paper*, Iowa City, n. 2020-21, p. 1-34, 18 mai. 2020. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3603055> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3603055>. Acesso em 27 out. 2021.

3 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Securities Exchange Act of 1934*. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>. Acesso em: 12 set. 2021.

4 CRUZ, Pedro Santos. A Cláusula MAC (Material Adverse Change) em Contratos de M&A no Direito Comparado (EUA e Reino Unido). *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 45, n. 2009, p. 149-182, jul./set. 2009.

para as bolsas de valores (*exchanges*) sobre atos, fatos ou eventos que lhes tenham causado efeitos materialmente adversos. Tal ato, no entanto, não disciplina exatamente o que seriam tais *efeitos materialmente adversos*.

Os professores Ronald Gilson e Alan Schwartz afirmam que antes dos anos 80 havia pouco registro do uso da cláusula MAC, mas, por contraste, apontam que esta cláusula era largamente utilizada em contratos de fusões e aquisições.⁵ Era, entretanto, pouco debatida, seja na doutrina norte-americana⁶ seja na negociação das partes.⁷

Uma exceção apontada por eles é a lição de James Freund, no clássico *Anatomia de uma Fusão*, quando se refere à materialidade: “seja qual for o conceito de materialidade, ao menos estará sempre relacionada à situação”,⁸ o que demonstra a importância do contexto fático na interpretação da cláusula. Como se verá, a jurisprudência observou os contornos específicos do negócio subjacente para a decisão.

A partir dos anos 80, se passa a ter maior litigância acerca da cláusula MAC, em razão de acontecimentos como a segunda-feira negra (crise do petróleo e queda do mercado de ações em 1987), o aumento do número de aquisições hostis⁹ e, já no século XXI, os ata-

5 GILSON, Ronald J.; SCHWARTZ, Alan. Understanding Macs: Moral Hazard in Acquisitions. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, Oxford, v. 21, n. 2, p. 330-358, out. 2005. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=515105 Acesso em 07 mar. 2022. p. 31-32.

6 *Ibidem*, p. 2.

7 Segundo o estudo de Stewart Macaulay, realizado no início dos anos 60: “*Businessmen often prefer to rely on ‘a man’s word’ in a brief letter, a handshake, or ‘common honesty and decency – even when the transaction involves exposure to serious risks.*” (MACAULAY, Stewart. Non-contractual relations in business: A preliminary study. *American Sociological Review*, Washington, v. 28, n. 1, p. 55-67, fev. 1963. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2090458>. Acesso em: 07 fev. 2022. p. 6.

8 FREUND, James C. *Anatomy of a Merger: strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions*. New York: Law Journal Press, 2004. p. 246. Tradução Livre.

9 ANDRADE, Gregor; MITCHELL, Mark; STAFFORD, Erik. *New Evidence and Perspectives*

ques de 11/09.¹⁰ Poderia se acrescentar como eventos históricos de relevância econômica a bolha imobiliária de 2008, e, mais recentemente, a COVID-19, que se agregam a uma lista de eventos que datam do final do século passado e do início do século XXI em que é possível verificar um desenvolvimento da jurisprudência da *common law* sobre a cláusula MAC, a partir de um paradigma econômico mais instável e dinâmico.

O precedente que apresentará as primeiras linhas para as decisões envolvendo a cláusula MAC é o caso *Krell v. Henry*.¹¹ Esse precedente é um dos *coronation cases*, que versavam sobre o adiamento da coroação do Rei Eduardo VII em 1902 na Inglaterra, o qual foi acometido por uma doença que fez a cerimônia de coroação ser adiada por mais de um mês, causando várias controvérsias reflexas da postergação. Especificamente em *Krell v. Henry*, o Sr. Krell locou por dois dias (afastado o uso durante as noites) um imóvel para o Sr. Henry com visão privilegiada para o trajeto em que percorreria a procissão da coroação

O valor acertado da locação seria de 75 libras, sendo que foram pagas 25 libras a título de sinal. Diante da não ocorrência da coroação prevista, o Sr. Henry se recusou a realizar o pagamento do saldo de 50 libras.

Então, o locador cobrou judicialmente o locatário, de forma que o litígio versou sobre a exigibilidade de 50 libras em razão do inadimplemento do Sr. Henry motivado pela não ocorrência da co-

on Mergers. *The Journal of Economic Perspectives*, Pittsburgh, v. 15, n. 2, 2001, p. 103–120. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2696594>. Acesso em 07 mar. 2022. p. 106.

10 SORKIN, Andrew Ross; GLATER, Jonathan D. AFTER THE ATTACKS: THE DEAL MAKERS; Merger Deals Are Stalled Amid Doubt, 2001. The New York Times. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2001/09/17/business/after-the-attacks-the-deal-makers-merger-deals-are-stalled-amid-doubt.html>. Acesso em 07 mar. 2022.

11 INGLATERRA E PAÍS DE GALES. Court Of Appeal. *Case Krell V Henry n° 2 KB 740*. Vaughan Williams LJ. Londres. 13 jul. 1903. Disponível em: <https://www.trans-lex.org/311100>. Acesso em 17 out. 2021

roação prevista. O Sr. Henry obteve julgamento favorável inicialmente, sob o fundamento de que a ocorrência do evento se tratava de uma condição implícita.

Ato contínuo, após o apelo do Sr. Krell, a corte de apelação inglesa entendeu pela ocorrência de frustração do contrato, pois o Sr. Henry possuía um propósito específico de ver a procissão da coroação, que foi totalmente frustrado por um evento extraordinário e exógeno, qual seja, a doença que acometeu o Rei Eduardo VII.

Apesar de não se tratar de uma M&A, o precedente fixou os pilares da *Frustration Doctrine*, que consistiria em quatro elementos: 1) identificação do principal propósito do contrato; 2) ocorrência de frustração total ou quase total; 3) caráter extraordinário do evento; e 4) evento exógeno.¹²

Anderson Schreiber reforça que “a experiência do *common law* nesse campo revela-se útil, no mínimo como exemplo de alguma mitigação do *pacta sunt servanda* mesmo em uma experiência cultural menos vinculada à influência religiosa da repressão à usura e por meio de uma atuação jurisprudencial intensamente pragmática”.¹³

A doutrina da frustração se relaciona com a cláusula MAC, pois esta visa evitar a necessidade de uso dessa doutrina, eis que a jurisprudência entendeu que a *frustration doctrine* seria de aplicação extremamente restrita e a cláusula MAC permitiria, em tese, uma alocação de riscos mais definida ou, também, menos exigente. Todavia, mesmo com a utilização da cláusula MAC, a jurisprudência conferiu bastante importância ao cenário fático para confirmar a ocorrência de

12 SCHWARTZ, Andrew A. A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause, *UCLA Law Review*, Boulder, v. 57. n. 789, 2010, p. 789-839. Disponível em: <https://scholar.law.colorado.edu/articles/451>. Acesso em 27 out. 2021. p. 802-803.

13 SCHREIBER, Anderson. *Equilíbrio contratual e dever de renegociar*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020. p. 198.

uma mudança material adversa, o que, a princípio, não traz muita segurança jurídica.

Um exemplo é o caso da *Pan Am Corp. v. Delta Air Lines, Inc.*¹⁴ A histórica empresa aérea *Pan Am* - lembrada inclusive no cinema, em filme no qual o ator Leonardo DiCaprio interpreta um falsário, cuja uma das identidades é ser um piloto desta companhia aérea¹⁵ - havia apresentado um pedido de falência em janeiro de 1991. Em julho daquele ano, a Delta e a Pan Am assinaram um *Asset Purchase Agreement* (Acordo de Compra de Ativos) para aquisição de duas divisões da Pan Am, que dependeria da aprovação da Corte de Falências.

Na sequência, a Delta, em agosto de 1991, apresentou uma *proposal letter* à Pan Am, no qual foram apresentadas emendas ao Acordo de Compra de Ativos, ampliando o investimento e responsabilidades da Delta, inclusive na reestruturação da Pan Am, com a constituição do que viria a ser denominada, segundo a *proposal letter*, Pan Am II, com foco nas rotas da América Latina e do Caribe, a partir do *hub* de Miami da Pan Am.

Os investimentos contidos na carta de agosto estavam sujeitos à finalização da aquisição de ativos no *Asset Purchase Agreement*, à uma *due diligence* com resultados favoráveis à Delta até setembro e à confirmação de um plano de reorganização da Pan Am até dezembro. Entretanto, em outubro, as perdas operacionais da Pan Am criaram uma necessidade de maiores aportes de capital, conduzindo à negociação de um acordo no dia 22, que, dentre as previsões, apresentava-se a seguinte:

14 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States District Court, S.D. Pan Am Corp. v. Delta Air Lines, Inc., 175 B.R. 438 (S.D.N.Y. 1994). *District Judge Robert P. Patterson, Jr.* New York, 23 dez. 1994. Disponível em: <https://casetext.com/case/pan-am-corp-v-delta-air-lines-inc>. Acesso em 17.10.2021)

15 Catch Me If You Can (Prenda-Me se For Capaz). Direção: Steven Spielberg.. Produção: Steven Spielberg e outros. Estados Unidos da América, Dreamworks Distribution LLC, 2002. Mídia: *Streaming (Netflix.com)*. Acesso em 07 mar. 2022.

Ausência de Mudança Material Adversa. Desde 12 de agosto de 1991, não deve ocorrer mudança material adversa no negócio, posição financeira, resultados da operação ou prospectos dos Ativos Retidos, exceto por qualquer mudança resultante de condições ou circunstâncias declaradas à Delta até ou antes desta data, e exceto que qualquer mudança no resultado das operações (seja antes ou depois de 24 de setembro de 1991) resultante de condições ou circunstâncias em vigência em 24 de setembro de 1991 não constituam uma mudança material adversa.¹⁶

Sucedeu que a Delta desistiu de fazer mais aportes em dezembro de 1991, de modo que a Pan Am judicializou por *breach of contract*. Entretanto, o tribunal federal identificou a ocorrência de uma MAC por causa de uma queda abrupta de receita da *Pan Am* nas passagens de algumas rotas domésticas nos Estados Unidos da América (EUA) e nas rotas da América Latina, especialmente no período entre agosto e novembro de 1991, inviabilizando o próprio plano de negócios apresentado ao longo da falência.

Sobre o caso *IBP v. Tyson*,¹⁷ que serviu de precedente para outros tantos posteriores, o pano de fundo relaciona-se à aquisição da *Iowa Beef Processors, Inc.* (IBP) pela *Tyson Foods, Inc.*, (Tyson) cujo interesse da venda surgiu nos entre 1999 e início do ano 2000.

16 *Ibidem*. p. 7. Trad. livre. No original: No Material Adverse Change. Since August 12, 1991 there shall have been no material adverse change in the business, financial position, results of operations or prospects of the Retained Assets, except for any change resulting from conditions or circumstances disclosed to Delta on or prior to such date, and except that any change in results of operations (whether before or after September 24, 1991) resulting from conditions or circumstances in effect on September 24, 1991 shall not constitute such a material adverse change

17 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Court of Chancery of Delaware. In Re IBP Inc. v. Tyson Foods Inc, 789 A.2d 14 (Del. Ch. 2001). Vice Chancellor Leo E. Strine, Jr. *New Castle County*, 15 jun. 2001 Disponível em: <https://casetext.com/case/in-re-ibp-inc-v-tyson-foods-inc>. Acesso em 17 out. 2021)

Segundo o julgamento, a Tyson seria a distribuidora líder de frango nos EUA enquanto que a IBP atuava como intermediária entre pecuaristas, supermercados de varejo e processadores de alimentos. Após negociado o contrato, a Tyson manifestou a intenção de desistir da aquisição por resultados de desempenho fracos da IBP, invocando a cláusula MAC para tanto. Porém, a Corte de Chancelaria de Delaware não entendeu que houve uma MAC porque que a IBP (*target*) teria sofrido apenas um *solução de curta duração*, o que não seria suficiente para evidenciar uma MAC. O mercado em que atuava a IBP (processamento de carnes bovinas) era um negócio sazonal, que dependia do clima, pois se o inverno fosse rigoroso, o gado era de certa forma estocado para o engorde e depois do inverno é que seria comercializado.

Assim, do ponto de vista da estratégia da *buyer* Tyson, segundo a decisão, ainda faria sentido adquirir a IBP, pois se tratava de um adquirente que pretendia manter a *target* por um longo prazo. Nesse aspecto, o que seria importante para a constatação de uma MAC nos negócios ou resultados seriam os reflexos futuros na receita da *target* sobre um período de tempo considerável, muito mais em anos do que em meses. Então, foi determinado judicialmente que a Tyson efetuasse o pagamento para aquisição societária da IBP como provimento específico.¹⁸

Ainda nessa lista de julgados, o caso da *Wire and Plastic Products (WPP) v. Tempus*,¹⁹ ocorrido no Reino Unido, resultou de uma

18 É interessante notar que nesse e em outros casos de M&A envolvendo a cláusula MAC, a execução específica é preponderante na *common law* em vez da indenização por perdas e danos, o que seria a reparação típica no âmbito da *common law*, de acordo com a professora Mariana Pargendler, enquanto que a execução específica seria uma exceção. (PARGENDLER, Mariana. O direito contratual comparado em nova perspectiva: revisitando as diferenças entre os sistemas romano-germânico e de common law. *Revista Direito GV*, São Paulo, v. 13, n. 3, p. 796-826, set./dez., 2017).

19 REINO UNIDO. The Takeover Panel. Offer by WPP GROUP PLC ("WPP") for TEMPUS GROUP PLC ("TEMPUS"). Panel Statement 2001/15. Relator não divulgado. Londres, 06 nov. 2001. Disponível em: <https://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/12/2001-15.pdf>. Acesso em: 17 out. 2021.

proposta de aquisição acionária da Tempus pela WPP, realizada exatamente no dia 10 de setembro de 2001. A WPP, uma das maiores empresas de publicidade do mundo, já era acionista da Tempus, com 22% (vinte e dois por cento) do capital acionário, sendo que em 17 de setembro de 2001, adquiriu mais 3% (três por cento), após ter realizado uma oferta vinculante de aquisição de todo o restante das ações da Tempus, com valor de avaliação de 555 libras por ação, de modo a avaliar a Tempus em aproximadamente 434 milhões de libras.

No dia 25 de setembro de 2001, a Tempus apresentou seus resultados interinos dos últimos seis meses, contados até 30 de junho, e a WPP invocou a cláusula MAC, trazendo a questão dos ataques terroristas de 11 de setembro de 2001, levando a questão ao julgamento do *Takeover Panel*.²⁰ Para fundamentar sua decisão em sede de apelação, o *Takeover Panel* considerou o *statement* 1974/2²¹ que entendia que uma mudança nas condições econômicas e industriais, ou até mesmo na política legislativa, que talvez sugiram que uma aquisição proposta não seja tão vantajosa à companhia ofertante como se esperava quando a intenção de ofertar foi apresentada inicialmente, é um dos riscos que devem ser aceitos numa situação de aquisição. Em outras palavras, riscos exógenos caberiam ao comprador.

Nessa manifestação do *Takeover Panel* em 1974, ainda é dito que para justificar a retirada unilateral, normalmente se exigiria alguma circunstância de natureza totalmente excepcional e equivalente a algo do tipo que frustraria um contrato legal. Se considerou que a WPP havia feito um anúncio público da oferta, o que teria a vinculado ao cumprimento da oferta de aquisição da participação societária.

20 É um órgão independente que processa e administra o Código de Fusões e Aquisições do Reino Unido, supervisionando e regulando os assuntos relacionados. Foi estabelecido em 1968 e atualmente é regulado pelo *Companies Act* de 2006.

21 THE TAKEOVER PANEL. *Changes in circumstances*, 1974. Disponível em: <https://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/12/1974-02.pdf>. Acesso em: 25 out. 2021.

O órgão também afirma que os eventos de 11/09 ocorreram durante um período de declínio econômico de forma geral e no setor de publicidade, o que era de conhecimento da WPP e refletia nas declarações da WPP antes de anunciar a oferta de aquisição societária.

De forma similar ao caso da *IBP v. Tyson*, se considerou também a estratégia de longo prazo da compradora, de modo que uma MAC exigiria consequências duradouras. Assim, o *Takeover Panel* entendeu que não houve uma MAC, em decisão em sede de apelação em 06 de novembro de 2001, para eventos ocorridos em menos de dois meses antes, o que demonstra a celeridade do julgamento.

Veja-se, com isso, que os critérios da *frustration doctrine* estão presentes no *statement* 1974/2 do *Takeover Panel*, que servirá de base à decisão do caso *WPP v. Tempus* em 2001.

Sobre a operação judicializada em *Genesco v. The Finish Line*,²² com alavancagem que seria suportada pelo banco de investimentos UBS²³ – envolvendo empresas do setor calçadista, no ano de 2007, as adquirentes alegaram que havia ocorrido uma MAC pela queda de *performance* da *target* Genesco em razão de condições macroeconômicas como o aumento no preço do combustível, alimentos, imóveis e débitos de consumidores. Entretanto, demonstrou-se que a indústria do setor foi afetada como um todo, a partir da análise de *experts* em economia, que observaram que os gastos pelos consumidores no setor foram impactados de forma ampla.

No contrato, a cláusula MAC previa expressamente que a mudança nas condições macroeconômicas constituiria uma *carve-out*, ou seja, tal mudança não retirava a exigibilidade da aquisição, beneficiando os interesses de venda da *target*. A Corte de Tennessee consi-

22 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Chancery Court for the State of Tennessee. Genesco, Inc. v. The Finish Line, Inc. et al., Civil. No. 07-2137-II (III) 20th Div, Tenn. Chancery Ct. *Chancellor Ellen Hobbs Lyle. Nashville*, 27 dez.. 2007. Disponível em: https://online.wsj.com/public/resources/documents/wsj071227-lb-finishline_headwind.pdf. Acesso em 17 out. 2021.

23 Resultado da fusão da *Union de Banques Suisses* com a *Société de Banque Suisse*.

derou que a estratégia de aquisição era de longo prazo, novamente, de maneira que o declínio pontual da *performance*²⁴ não seria suficiente para constituir uma MAE.

Por sua vez, o contexto fático de *Hexion v. Huntsman*²⁵ envolve duas empresas da indústria química, iniciada pouco antes da crise do mercado de crédito de 2008. A compradora (*Hexion*) operou um financiamento para apresentar o maior lance dentre as ofertas de aquisição. Todavia, os resultados do primeiro quadrimestre de 2008 da *Huntsman*, indicando uma redução no EBITDA (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*), levaram a compradora a buscar alternativas para se desfazer do negócio, manifestando publicamente a ocorrência de uma MAE na *target*.

A *opinion* considerou que não houve uma MAE, pois a indústria química teria sido afetada como um todo, incluindo tanto a *Hexion* quanto a *Huntsman*. Mais uma vez, foi considerada a *ratio decidendi* exposta no caso *IBP v. Tyson Foods*, no sentido de que deve ser levada em conta a estratégia de longo prazo da compradora.

Cabe trazer a descrição trazida no julgamento sobre as cláusulas MAC, ali chamadas de cláusula MAE, e a importância do ônus da prova:

24 A propósito, sobre a performance da target, caberia aqui expor uma relação com a cláusula de *earn-out*, assim conceituada por Judith Martins-Costa: “O Earn Out é uma forma de pagamento pelo qual parcela do preço de determinado bem é remetida para o futuro, estando sujeita em sua existência e determinação a certas condições previamente estabelecidas pelas partes contratantes, em regra ao cumprimento de metas empresariais e financeiras futuras e predefinidas.” (MARTINS-COSTA, Judith. Contrato de Cessão e Transferência de quotas. Acordo de Sócios. Pactuação de Parcela Variável do Preço Contratual Denominada Earn Out. Características e Função (‘Causa Objetiva’) do Earn Out. Parecer. *Revista de Arbitragem e Mediação*, São Paulo, v. 42, n. 2014. p. 153-188, jul./set. 2014).

25 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Court of Chancery of the State of Delaware. *Hexion Specialty Chems., Inc. v. Huntsman Corp.* - 965 A.2d 715 (Del. Ch. 2008). Vice Chancellor Lamb. New Castle County, 29 set. 2008. Disponível em: <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=112500>. Acesso em: 17 out. 2021.

Mas as cláusulas MAE são estranhos animais, *sui generis* entre as suas cláusulas contratuais irmãs. Não é mais claro a esta Corte que a forma na qual uma cláusula MAE é redigida, seja como uma declaração, garantia ou condição de fechamento, diante da ausência de uma evidência mais específica no que concerne a intenção das partes, deva ser disposta na alocação do ônus da prova.²⁶

Sendo assim, foi determinada a providência específica para a *Hexion* cumprir o contrato.

Quanto ao caso *Akorn v. Fresenius*,²⁷ ambas as empresas do setor farmacêutico, tem-se que a Fresenius apresentou proposta de aquisição da Akorn, porém no julgamento verificou que os resultados da alvo *Akorn* do segundo quadrimestre de 2017 caíram vertiginosamente, o que teria sido atribuído à uma suposta competição inesperada e a não conclusão de um contrato chave para os negócios. Mesmo assim, a queda continuou, mas era incerto para a *Fresenius* se de acordo com a *Delaware Law* havia ocorrido uma MAC. A *Fresenius* também recebeu cartas anônimas que indicavam uma falha no cumprimento regulatório de determinado produto da *Akorn*, o que veio a ser confirmado.

O julgamento, de forma bastante inovadora, reconheceu a ocorrência de uma MAE, pois: 1) as declarações da *Akorn* sobre o cumprimento dos requisitos regulatórios eram significativamente falsos e incorretos – denotando-se uma relação entre as cláusulas de declaração e garantias²⁸ com a cláusula MAC; 2) a *Akorn* não conti-

26 *Ibidem*. p. 41. Trad. livre.

27 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Court of Chancery of the State of Delaware. *Akorn Inc. vs. Fresenius Kabi AG*, 2018, No. 2018-0300-JTL, 2018 Del. Ch. (Del. Ch. 2018). Vice Chancellor Laster. *New Castle County*, 01 out. 2018 Disponível em: <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=279250>. Acesso em: 17 out. 2021

28 Sobre a estrutura da cláusula de declarações e garantias, Giacomo Grezzana assim se ma-

nuou a operar seus negócios no curso ordinário entre o *signing* e o *closing*; e 3) a recusa para a *Fresenius* não prosseguir na aquisição baseava-se especificamente na ocorrência de uma MAE.

Diante disso, a Corte de Chancelaria do Estado de *Delaware* considerou que não era exigível que a aquisição prosseguisse, evidenciando que o risco endógeno na cláusula MAC caberá à vendedora em uma M&A, na mesma linha do brocardo *res perit domino*.

Quanto à jurisprudência brasileira, a recente tese de Fernanda Mynarski Martins Costa revelou que não se identificaram no Brasil decisões jurisprudenciais sobre a cláusula MAC, apesar de diversos contratos de M&A a preverem. Uma explicação sugerida pela pesquisadora é do uso da arbitragem para a resolução de litígios, o que envolve confidencialidade.²⁹

Enquanto não se tem uma jurisprudência formada no Brasil, é possível mencionar, dentre o que é noticiado na mídia, a aquisição da Universidade Veiga de Almeida e do Centro Universitário Jorge Amado que ocorreria por parte da Ânima Educação por um valor total superior a um bilhão de reais, frustrada em 2014.³⁰ Na ocasião, as

nifesta: “A cláusula de declarações e garantias possui a particularidade de reportar-se sempre a fatos presentes ou passados. O declarante não dá prognósticos sobre o futuro, mas apenas atesta a presença de fatos presentes e passados sobre a sociedade-alvo, os quais podem vir a revelar-se falsos em momento posterior. Se as declarações forem verdadeiras, o declarante prestou-as corretamente e não se põem maiores dificuldades. Se, porém, são falsas, o declarante tem de assumir as consequências de as declarações já serem falsas no momento em que foram prestadas, muito embora essa falsidade só se revele posteriormente.” (GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 64-65.)

29 MARTINS COSTA, Fernanda Mynarski. Execução diferida do contrato em operações de Fusões e Aquisições (F&A) de sociedades anônimas: análise de aspectos contratuais e societários. Tese (Doutorado – Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2021. p. 94.

30 ISTOÉ DINHEIRO. *Com caixa, Anima deve partir para novas compras*, 2015. Disponível em: <https://www.istoedinheiro.com.br/com-caixa-anima-deve-partir-para-novas-compras/>. Acesso em 25 out. 2021.

partes se desfizeram do negócio em razão de mudanças ocorridas nas regras do FIES, o que poderia ser questionável, pelo risco exógeno que seria tipicamente atribuído ao comprador.

De qualquer forma, uma decisão judicial dos tribunais brasileiros sobre a cláusula MAC deverá necessariamente levar em conta as disposições contratuais firmadas entre as partes, intervindo de forma mínima, em harmonia com os princípios da Lei da Liberdade Econômica. O direito estrangeiro poderia servir como fonte de direito, a começar que a cláusula MAC é uma importação direta da *common law*. Caso os tribunais brasileiros desconsiderassem a cláusula MAC, estaria ocorrendo a intervenção contratual pelo Judiciário em violação à lei, e, conforme Menezes Cordeiro, as partes com a negociação de uma cláusula MAC teriam negociado um regime próprio às circunstâncias, alocando os riscos entre si.³¹

Por outro lado, a abertura hermenêutica da cláusula MAC pode, de certa forma, trazer vantagens para a compradora, posteriores ao *signing*. Um exemplo disso foi o acordo realizado entre *Tiffany & Co* e *LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton* para pôr fim a um processo judicial próximo de ser julgado.

A compradora (LVMH) havia anunciado a intenção de desistir da aquisição após solicitação do Ministério de Relações Exteriores da França para o que negócio fosse postergado. O acordo posterior entre as partes reduziu em torno de três por cento do valor originalmente acertado – uma redução de cerca de US\$ 425 milhões.³²

Pode-se falar também na aquisição que envolveu o *Merrill Lynch* pelo *Bank of America* que se daria pelo valor de US\$ 50 bilhõ-

31 MENEZES CORDEIRO, Antonio. Direito bancário e alteração das circunstâncias. *Revista de Direito das Sociedades*, Lisboa, v. VI, n. 2, p. 343-389, 2014. p. 365.

32 FINANCIAL TIMES. *Dona da Louis Vuitton fecha acordo para adquirir Tiffany*. 2020. Tradução: Paulo Migliacci. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/10/dona-da-louis-vuitton-fecha-acordo-para-adquirir-tiffany.shtml>. Acesso em: 26 out. 2021.

es para criar o maior banco norte americano.³³ No entanto, a bolha imobiliária de 2008 causou uma alta desvalorização da vendedora.

Conforme o professor Andrew Schwartz, o *Bank of America* possuía fundamentos para invocar a cláusula MAC e se evadir da aquisição. Entretanto, o governo americano subsidiou benefícios fiscais no importe de US\$ 20 bilhões e a aquisição foi concluída.³⁴

Vistos estes casos – sendo muitos da *common law* - de onde surgem as maiores análises judiciais sobre a cláusula MAC, e ao se comparar com as consequências da pandemia da COVID-19, poderia se dizer que dificilmente este evento viria a frustrar uma aquisição societária, na medida em que, usualmente, as aquisições são baseadas em estratégias de longo prazo, como foi visto em diversos julgados apresentados - e não em uma revenda rápida - e, assim, a pandemia não frustraria, em um primeiro momento, de forma total ou quase total o propósito de uma aquisição societária, o que seria um pressuposto da *frustration doctrine*. Entretanto, o contexto fático e a redação da cláusula MAC podem apontar o contrário. Por exemplo, uma cláusula que prevesse um critério financeiro para a constatação de uma MAC poderia ser plenamente aplicável, como uma queda em determinado percentual do EBITDA, conforme será adiante visto.

2. Visões Doutrinárias e as Consequências da Ausência.

Em uma perspectiva descritiva da cláusula MAC, Andrew Schwartz afirma que “a Cláusula MAC é uma cláusula padrão usada em acordos de aquisições corporativas”³⁵ e “proporciona aos compra-

33 Matthew Karnitschnig e outros. Bank of America to Buy Merrill. THE WALL STREET JOURNAL, 2008. Disponível em: <https://www.wsj.com/articles/SB122142278543033525>. Acesso em 26 out. 2021.

34 SCHWARTZ, Andrew A., *Op. Cit.*, p. 835-838.

35 *Ibidem*, p. 817. Trad. livre.

dores grande latitude para se afastar de um parceiro cujo negócio deteriorou durante o período de execução”.³⁶

A professora Catarina Monteiro Pires ensina:

São conhecidas as cláusulas ‘MAC’ nos contratos de compra e venda de participações sociais. Na sua fisionomia típica, estabelecem um direito de desvinculação extrajudicial sem custos, verificado um determinado contexto, caracterizado por determinadas ocorrências desfavoráveis entre o momento da celebração do contrato de compra e venda de ações e o da efetiva transmissão das mesmas. Dizemos ‘desvinculação contratual’ porque, em regra, não se trata de uma ‘resolução típica’ ou, pelo menos, com os efeitos típicos previstos na lei portuguesa. É menos frequente que as cláusulas MAC estabeleçam um direito de modificação do contrato.³⁷

A cláusula MAC é diretamente dependente da existência do fechamento diferido, descrito nos seguintes termos por Sergio Botrel:

O fechamento diferido é comum nas operações societárias compostas, e também naquelas operações em que é extensa a lista de atos a serem praticados pelas partes para que o negócio se concretize. Dentre os vários atos que consubstanciam as condições para o fechamento do negócio, destacam-se: a transformação da sociedade-alvo (LTDA para S/A ou vice-versa); a segregação de ativos alheios ao negócio (via cisão, venda, re-

36 *Ibidem*, p. 819. Trad. livre.

37 PIRES, Catarina Monteiro. Cláusulas de Preço Fixo, de Ajustamento de Preço e de Alteração Material Adversa (“MAC) e Cláusulas de Força Maior. *Revista da Ordem dos Advogados*, Lisboa, v. I/II, ano 80, 2020. p. 81-82.

dução de capital ou pagamento de dividendos); a obtenção de aprovação prévia por órgãos reguladores; a aquisição prévia da participação de determinados sócios; o encerramento de disputas judiciais; ou a anuência prévia de credores, financiadores, locadores ou terceiros para a transferência do controle da sociedade.³⁸

Ainda, de acordo com a doutrina das professoras Judith Martins-Costa e Paula Costa e Silva:

Dentre as variadas cláusulas que regerão esse período intermístico, estão aquelas que preveem afastar a vinculação obrigacional se determinados eventos perturbarem a sua execução. Trata-se das cláusulas de alterações depreciativas, conhecidas pelas siglas MAC (Material Adverse Change), ou MAE (Material Adverse Effect), também chamadas *deal stopping clauses*, assim se apontando a uma qualificação genérica que recobre estipulações as mais variadas, unificadas, contudo, por sua comum finalidade.³⁹

Desse modo, o fechamento diferido sujeita os efeitos definitivos e, presumidamente, os mais onerosos da transação, como o pagamento, aos riscos do transcorrer do tempo. Em decorrência, a cláusula MAC assume importância crucial na conclusão de uma aquisição de participação societária, servindo de parâmetro para a vida ou morte do negócio.

Na perspectiva funcional, a estipulação de uma cláusula de

38 BOTREL, Sérgio. *Fusões e aquisições*. São Paulo: Editora Saraiva, 2017. p. 299.

39 COSTA E SILVA, Paula; MARTINS-COSTA, Judith. *Crise e Perturbações no Cumprimento da Prestação. Estudo de Direito Comparado Luso-Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p. 127.

adaptação às superveniências como a cláusula MAC se mostra especialmente relevante, conforme a lição de Antonio Menezes Cordeiro:

Para além de lícita, tal prática é, mesmo, desejável: transfere para a negociação o regime das superveniências e evita litígios futuros, permitindo encontrar as soluções mais adequadas para as ocorrências possíveis, de acordo com as aspirações das partes.⁴⁰

Na mesma linha, as professoras Judith Martins-Costa e Paula Costa e Silva mencionam que a finalidade é a de alocação de riscos quanto a eventos não controláveis durante o *interim period* que podem perturbar a execução do negócio.⁴¹

Sobre as técnicas de redação contratual usualmente empregadas, Fernando de Oliveira e Sá apresenta a distinção entre a cláusula MAC genérica e a cláusula MAC específica. Uma cláusula MAC genérica apresentaria “*uma previsão genérica e aberta de relevância de um efeito material adverso*”, ao passo que a cláusula MAC específica possui esta previsão genérica “*acompanhada por outros elementos que limitam, positiva ou negativamente, a sua extensão ou definição*”, como as *inclusions* em “*que as partes acordam [o que] constituir uma alteração material adversa*” ou as *carve-outs*, nas quais as “*partes acordam [o que] não constituir uma alteração material adversa*”.⁴²

Assim, considerando que a cláusula MAC - como regra - protegeria o comprador, uma *carve-out* - como exceção - beneficiaria o vendedor, na medida em que este teria uma hipótese prevista para forçar o cumprimento da aquisição societária, alocando riscos ao comprador. E, por sua vez, uma *inclusion* poderia ser considerada

40 MENEZES CORDEIRO, Antonio, *Op. Cit.*, p. 365.

41 COSTA E SILVA, Paula; MARTINS-COSTA, Judith, *Op. Cit.*, p. 127.

42 OLIVEIRA E SÁ, Fernando. Cláusulas de Material Adverse Change (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas. *Direito e Justiça*, Lisboa, v. especial, 2012. p. 431.

uma exceção da exceção, pois se a cláusula MAC prevê uma hipótese de um efeito material adverso, e a *carve-out* excluiria essa hipótese prevista, uma *inclusion* voltaria a prever a incidência de um efeito material adverso, afastando, então, a exigibilidade da aquisição pelo comprador.

Judith Martins-Costa e Paula Costa e Silva, em relevante sentido, recomendam evitar na cláusula MAC o seguinte:

...fórmulas de redação genérica e circulares, o que leva as partes, por vezes, a prever critérios matemáticos...também podem estabelecer como critérios percentuais de faturamento, despesas ou lucros, ou então arrolar certas circunstâncias ('*carve-outs*').⁴³

Deve ser dito que as doutrinadoras consideram que “a maior dificuldade das cláusulas MAC reside na definição e interpretação do conceito de *alteração material adversa*”.⁴⁴ Por isso, aconselham a indicação de parâmetros objetivos para a determinação da noção.

Fernando de Oliveira e Sá, por sua vez, afirma a importância de incluir uma lista de situações que consubstanciam uma MAC, devendo, do ponto de vista do comprador que tal lista seja exemplificativa. Esse professor português também coloca que a tendência dos tribunais americanos parece ser a interpretação restritiva de uma lista de MACs, isto é, se não está prevista tal hipótese, não constituiria MAC.⁴⁵

Porém, apesar de existirem tais técnicas da cláusula MAC, Paula Forgioni assenta, em relação aos contratos empresariais, que:

43 COSTA E SILVA, Paula; MARTINS-COSTA, Judith. *Op. Cit.*, p. 129-130.

44 *Ibidem*, p. 130.

45 OLIVEIRA E SÁ, Fernando, *Op. Cit.*, p. 432.

No mundo real, as partes simplesmente não conseguem prever todas as contingências futuras no momento que se vinculam ao contrato. Sempre faltarão dados sobre a outra contratante, sobre os possíveis desdobramentos do ambiente institucional, sobre o porvir.⁴⁶

Em razão dessa racionalidade limitada presente também na elaboração das cláusulas MAC é que surgem conflitos hermenêuticos, que, especialmente, na *common law*, deram causa aos precedentes analisados.

Apesar da recorrência prática da cláusula MAC em fusões e aquisições, cabe aqui avaliar o comportamento da lei se uma causa superveniente ao *signing* seria suficiente para elidir as obrigações definitivas do comprador na aquisição de participação societária quando não houver a estipulação da *MAC clause*.

Judith Martins-Costa e Paula Costa e Silva mencionam, dentre as perturbações supervenientes no cumprimento das prestações contratuais, a existência no direito brasileiro da disciplina da impossibilidade superveniente e a da resolução e revisão por excessiva onerosidade superveniente.⁴⁷ O recorte que se propõe este artigo priorizará a resolução por onerosidade excessiva, hipótese legal no direito brasileiro mais próxima dos efeitos da incidência da cláusula MAC. Segundo as doutrinadoras:

A regra resolutiva tem por finalidade proteger o devedor, por meio da inserção, no sistema jurídico, da relevância econômica da prestação e distribuição do risco entre as partes, o que significa dizer que, se ultrapassada a álea normal – estabe-

46 FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: Teoria Geral e Aplicação*. 4. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. p. 154.

47 COSTA E SILVA, Paula; MARTINS-COSTA, Judith, *Op. Cit.*, p. 144.

lecida pelo sinalagma ligado ao tipo ou convenionada pelas partes – e observados os demais requisitos legais, nasce o direito formativo extintivo.⁴⁸

Observa-se que o Código Civil adotou a teoria da onerosidade excessiva, no art. 478, e os requisitos extraídos pela doutrina são assim enumerados por Anderson Schreiber: “(a) contrato ‘de execução continuada ou diferida’; (b) excessiva onerosidade para uma das partes; (c) com ‘extrema vantagem’ da outra parte; e (d) ‘em virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis’”.⁴⁹

Por outro lado, cabe fazer referência à redação legal trazida pela Lei da Liberdade Econômica com relação aos arts. 421, parágrafo único,⁵⁰ e 421-A, incisos II⁵¹ e III,⁵² todos também do Código Civil. Nesse aspecto, um contrato de fusão ou aquisição que não contenha uma cláusula MAC poderia ser interpretado no sentido de que a negociação entre as partes alocou o risco da superveniência ao comprador?

Pode-se responder afirmativamente, visto que a cláusula MAC é usual em contratos de aquisição da participação societária, conforme já destacado neste artigo. Logo, a previsão do efeito material adverso é a regra em contratos de M&A, ao passo que a sua exclusão seria a exceção, isto é, uma fuga à prática usual nas contratações.

48 *Ibidem*, p. 219-20.

49 SCHREIBER, Anderson, *Op. Cit.*, p. 209.

50 “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.”

51 “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: [...] II - a alocação de riscos definida pelas partes deve ser respeitada e observada; e”

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

Sendo a exceção, a ausência denotaria a aquiescência tácita das partes ao regime previsto no Código Civil e não a um regime próprio redigido por uma cláusula MAC.

Ademais, este tipo de operação, presumivelmente, envolverá advogados e que dificilmente não teriam o conhecimento profissional de uma cláusula recorrente de contratos de M&A. Assim, contando o contrato com uma revisão jurídica, somente poderia se entender que as partes optaram por sua conta e risco não incluir uma cláusula MAC, preferindo, pois, submeter o contrato à uma resolução conforme a lei.

Conclusão.

Diante da pesquisa realizada, constatou-se que o *estranho animal* chamado cláusula MAC apresenta sua maior dificuldade na redação e interpretação, eis que uma cláusula genérica afastada de hipóteses objetivas reduzirá a segurança jurídica entre as partes para a constatação de um efeito material adverso. Sendo assim, diante das diversas possibilidades de sua redação, tratar-se-á de um gênero e não de uma espécie de cláusula, cabendo a previsão de *carve-outs* ou *inclusions*, por exemplo.

A cláusula MAC servirá para alocar o risco para um determinado período de tempo e, via de regra, protegerá o comprador, mas, conforme a redação, o vendedor também poderia vir a se valer da cláusula. Como padrão, alocaria o risco endógeno no vendedor (como um descumprimento regulatório) e o risco exógeno (como situações macroeconômicas) no comprador.

Ocorrendo uma mudança material adversa, se dispensariam reparações para a parte prejudicada, visto que não se trata de uma cláusula penal. Porém, é possível incluir previsão a respeito do custeio com as diligências como forma de alocação de risco.

Por fim, verificou-se que a jurisprudência preponderante a respeito, na *common law*, indica pacificamente a importância do contexto fático, a exemplo de que os fins do negócio seriam relevantes para sua interpretação, ou seja, a usual estratégia de longo prazo no negócio deve ser considerada para a aferição de uma MAC. E, ainda, diante da ausência de regulação e jurisprudência consolidada no direito brasileiro – reflexo de uma das tantas figuras importadas no Direito Societário, conhecida como um fenômeno de *tropicalização* - poderia se utilizar como fonte de direito a jurisprudência da *common law*.