



DANIEL UGO RIVERA THEILKUHL

**A CLÁUSULA MAC COMO MECANISMO
CONTRATUAL PARA A GESTÃO DOS
RISCOS DECORRENTES DO DESEQUILÍBRIO
SUPERVENIENTE EM OPERAÇÕES DE M&A**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada à banca examinadora como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Mestrado Profissional em Direito Civil Contemporâneo e Prática Jurídica da Pontifícia Universidade Católica (PUC-Rio).

Orientadora: Prof^a. Aline de Miranda Valverde Terra

Rio de Janeiro,
maio de 2023



DANIEL UGO RIVERA THEILKUHL

**A CLÁUSULA MAC COMO MECANISMO
CONTRATUAL PARA A GESTÃO DOS
RISCOS DECORRENTES DO DESEQUILÍBRIO
SUPERVENIENTE EM OPERAÇÕES DE M&A**

Dissertação apresentada à banca examinadora como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Mestrado Profissional em Direito Civil Contemporâneo e Prática Jurídica da Pontifícia Universidade Católica (PUC-Rio). Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo:

Prof^a. Aline de Miranda Valverde Terra

Orientadora

Departamento de Direito – PUC-Rio

Prof. José Roberto de Castro Neves

Departamento de Direito – PUC-Rio

Prof^a. Fernanda Mynarski Martins-Costa

Universidade de São Paulo

Todos os direitos reservados. A reprodução, total ou parcial, do trabalho é proibida sem autorização da universidade, da autora e do orientador.

Daniel Ugo Rivera Theilkuhl

Graduou-se em Direito na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro em dezembro de 2018. Possui curso de pós-graduação (LL.M.) em Direito e Negócios pela Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, com conclusão em dezembro de 2020. É advogado nas áreas de direito societário e contratos.

Ficha Catalográfica

Theilkuhl, Daniel Ugo Rivera

A cláusula MAC como mecanismo contratual para a gestão dos riscos decorrentes do desequilíbrio superveniente em operações de M&A / Daniel Ugo Rivera Theilkuhl; orientadora: Aline de Miranda Valverde Terra. – 2023.

127 f. ; 30 cm

Dissertação (mestrado)–Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Direito, 2023.

Inclui bibliografia

1. Direito – Teses. 2. Contratos. 3. Cláusula MAC. 4. Operações de M&A. 5. Equilíbrio contratual. 6. Desequilíbrio superveniente. I. Terra, Aline de Miranda Valverde. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Direito. III. Título.

CDD: 340

Para meus pais, Adriana e Enzo, e meu irmão, Sebastian,
Por todo o amor e apoio incondicionais.
Para Álvaro e Florianna,
Sempre em meus pensamentos.

Agradecimentos

En primer lugar, como no podría ser diferente, les agradezco a mi papá, Enzo, a mi mamá, Adriana, y a mi hermano, Sebastian. Ustedes son el motor de mi vida y la razón de mi existir. Sin el apoyo y el amor de ustedes nada de esto sería posible.

Agradezco a mis abuelos Rainer, Matilde y Alvaro y a toda mi familia en Colombia por todo el apoyo y amor incondicionales. Con toda la seguridad son figuras que contribuyeron con mi formación como ser humano y en las cuales siempre tuve mi puerto seguro.

Agradeço à minha madrinha Florianna, pelo carinho e amor eternos.

Agradeço à Luisa pela paciência e carinho.

Agradeço aos meus colegas e amigos de Mestrado na PUC-Rio, que tornaram este desafio muito mais leve e divertido.

Como não poderia ser diferente, agradeço a todos meus colegas do Veirano Advogados, pelos ensinamentos diários e por terem contribuído não apenas para minha carreira e desenvolvimento pessoal, como também para o objeto desta dissertação e com o desejo de seguir perseguindo o conhecimento.

Agradeço a todos os professores do Mestrado em Direito Civil da PUC-Rio e, em especial, à minha orientadora, professora Aline de Miranda Valverde Terra, pela paciência, pelos momentos de reflexão, pelas oportunidades que me foram dadas e por todo o apoio. Serei eternamente grato.

Por fim, agradeço a todos aqueles e aquelas que de alguma forma contribuíram ao longo de toda minha jornada profissional e acadêmica.

Resumo

RIVERA THEILKUHL, Daniel Ugo; TERRA, Aline de Miranda Valverde (Advisor). **A cláusula MAC como mecanismo contratual para a gestão dos riscos decorrentes do desequilíbrio superveniente em operações de M&A.** Rio de Janeiro, 2023, 127p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

A dissertação possui como objetivo principal estudar a cláusula MAC em sua aplicação no Brasil. A cláusula MAC é muito mais do que uma mera cláusula única e simples, sendo, na realidade, um mecanismo contratual, aparecendo de maneiras diversas ao longo do contrato e extremamente presente na realidade negocial internacional, sobretudo, em relações contratuais complexas como as operações de M&A, foco de análise desta dissertação. O grande objetivo da cláusula MAC é lidar com o eventual desequilíbrio superveniente ou da alteração das circunstâncias nas operações de M&A. É uma cláusula que, além de ser bastante discutida contratual e judicialmente no exterior, é de origem estrangeira (anglo-saxã), reforçando, portanto, a necessidade de se fazer um contraponto entre tal mecanismo e alguns dos principais institutos e conceitos de direito civil, obrigacional e contratual existentes no ordenamento jurídico brasileiro.

Palavras-chave

Contratos; Cláusula MAC; operações de M&A; equilíbrio contratual; desequilíbrio superveniente; gestão do risco contratual; autonomia privada.

Abstract

RIVERA THEILKUHL, Daniel Ugo; TERRA, Aline de Miranda Valverde (Advisor). **MAC Clause as contractual mechanism for the management of the risks related to the supervening imbalance in M&A transactions.** Rio de Janeiro, 2023, 127p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The main goal of this dissertation is to study the MAC clause and its applicability in Brazil. The MAC clause is much more than a mere single and simple clause, being, in fact, a contractual mechanism, appearing in different ways throughout the contract and extremely present in the international business reality, above all, in complex contractual relationships such as M&A transactions, focus of analysis of this dissertation. The main objective of the MAC clause is to deal with any supervening imbalance or change in circumstances in M&A transactions. It is a clause that, in addition to being widely discussed contractually and judicially abroad, is of a foreign origin (Anglo-Saxon), therefore reinforcing the need to make a counterpoint between such a mechanism and some of the main institutes and concepts of civil, obligational, and contractual law, existing in the Brazilian legal system.

Keywords

Contracts; MAC clause; M&A transactions; contractual balance; supervening imbalance; management of the contractual risks; private autonomy.

Sumário

INTRODUÇÃO	11
CAPÍTULO I – A função da cláusula MAC em operações de M&A	16
1.1 Breves apontamentos sobre a estruturação das operações de M&A	16
1.2 Origem e conceito da cláusula MAC	19
1.3 Aspectos da superveniência de eventos substanciais adversos.....	28
1.3.1 Teoria da imprevisão	33
1.3.2 Teoria da onerosidade excessiva	35
1.3.3 Caso fortuito e força maior.....	39
1.4 Funções da Cláusula MAC	41
CAPÍTULO II – Estrutura da cláusula MAC e sua interação com os institutos de Direito Civil no Brasil	50
2.1 Estrutura de uma cláusula MAC em operações de M&A e sua relação com o ordenamento jurídico brasileiro	50
2.1.1 Cláusula MAC como definição.....	53
2.1.2 Cláusula MAC e declarações e garantias	55
2.1.3 Cláusula MAC como condição precedente	59
2.1.4 Os carve-outs: as exceções à MAC.....	62
2.2 Redação das cláusulas MAC: adoção de parâmetros objetivos e qualitativos	65
2.2.1 Parâmetros quantificáveis e qualificáveis	65
2.2.2 Delimitação do período temporal	67
2.2.3 Definição de responsabilidade pelo ônus da prova	70
2.2 Propostas para qualificação da cláusula MAC dentro do ordenamento jurídico brasileiro: críticas e reflexões	72
2.2.1 Revogação.....	73
2.2.2 Condição suspensiva.....	74
2.2.3 Condição resolutiva	76
2.2.4 Resolução por inadimplemento e por onerosidade excessiva; cláusula resolutiva expressa.....	78
2.2.5 Resilição unilateral (denúncia).....	85
CAPÍTULO 3 – A cláusula MAC como efetivo mecanismo de gestão do risco decorrente do desequilíbrio contratual superveniente	89
3.1 Princípios contemporâneos do Direito Civil: princípio do equilíbrio contratual	89

3.1.1 (Não) reconhecimento do princípio do equilíbrio contratual como princípio autônomo	92
3.2 Possibilidade de afastamento da tutela legal do direito de renegociação e revisão dos contratos (imprevisão ou onerosidade excessiva)	95
3.3 Cláusulas MAC “puras”, com carve-outs e ausência de cláusula MAC	103
4. CONSIDERAÇÕES FINAIS	114
5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	117

*What is wrong with changing your mind
because the facts changed?
But you have to be able to say why you
changed your mind and how the facts
changed.*
Lee Iacocca

INTRODUÇÃO

A presente dissertação possui como objetivo principal chamar a atenção dos operadores e aplicadores do direito para uma reflexão necessária acerca de determinadas cláusulas e disposições, criadas no direito estrangeiro e que são diuturnamente previstas nos contratos comerciais em âmbito internacional, inclusive no Brasil. De forma bastante direta, fica evidente que não é possível apenas replicar determinadas cláusulas, sem que haja a correspondente verificação e análise crítica do ponto de vista do que já existe no ordenamento jurídico brasileiro – não é possível simplesmente reproduzir algo que foi criado em circunstâncias e contexto totalmente diferentes da realidade jurídica brasileira (de origem romano-germânica). Por outro lado, em hipótese alguma isso significará que não será possível adaptar e aplicar determinadas práticas internacionais aqui no Brasil – é o que se pretende discutir.

Nessa seara e para tornar a discussão mais palpável, objetiva e prática, busca-se analisar e estudar a chamada cláusula MAC (*material adverse change clause*¹), especificamente no mundo dos contratos envolvendo a compra e venda de ativos e/ou participações societárias (operações de M&A).

Em linhas gerais, a cláusula MAC representa uma porta (excepcional) de saída para o comprador em uma operação de M&A diante da alteração superveniente das circunstâncias daquela determinada contratação. A referida cláusula MAC traduz-se em instrumento ou mecanismo que busca lidar com alterações adversas nos negócios ou na situação financeira de uma das partes em um determinado contrato, dando direito (normalmente ao comprador), a encerrar/terminar aquela relação contratual diante da verificação da ocorrência de um evento considerado como MAC.

É importante destacar que a preocupação da definição do que seria um evento MAC usualmente está centrada na situação econômico-financeira das partes envolvidas e isso está intrinsicamente ligado à própria origem da MAC, como se verá neste trabalho. Para referência, entende-se que a origem da cláusula

¹ Em algumas oportunidades, refere-se à MAC como MAE (*material adverse change*), mas, apesar das singelas diferenças (como se verá adiante neste trabalho), ambos os termos serão utilizados como sinônimos.

MAC reside no direito anglo-saxão e, mais especificamente, como consequência de uma regulamentação da *Securities and Exchange Commission* nos Estados Unidos da América, que tinha como principal preocupação justamente manter o público em geral, os investidores, informados e atualizados sobre as finanças das companhias cujas ações eram negociadas em bolsa.

Dessa maneira, pode-se dizer, de modo ainda que genérico, que o objetivo da cláusula MAC é lidar com a ocorrência de certos eventos indesejados e, *a priori*, extraordinários, que possam prejudicar substancialmente as condições comerciais e econômico-financeiras básicas de uma determinada operação. No entanto, como decorre de ajuste e prévia definição entre as partes, não seriam quaisquer eventos ou mudanças que autorizariam a alegação da ocorrência de um evento MAC, senão aqueles eventos ou circunstâncias expressamente qualificadas como eventos MAC no âmbito do contrato.

Nesse contexto, é importante destacar que tal cláusula não encontra previsão legal expressa no ordenamento jurídico brasileiro. Sua existência encontra guarida justamente no âmbito do exercício da autonomia privada das partes, especificamente com base no disposto no art. 425 do Código Civil. De toda forma, é importante, também, atentar-se a alguns aspectos mais específicos, sobretudo com relação a sua qualificação e aos efeitos por ela pretendidos, temas que serão abordados e debatidos nesta dissertação.

Por tais razões, faz-se necessária uma investigação mais aprofundada e clara sobre os efeitos que a cláusula MAC poderia realmente vir a produzir no Brasil. É importante entender o que ocorreria, por exemplo, no cenário hipotético em que um juiz ou árbitro fosse chamado a resolver um litígio envolvendo a aplicabilidade e validade de uma cláusula MAC dentro do contexto brasileiro.

Assim, a cláusula MAC é muito mais do que uma mera cláusula única e simples, sendo, na realidade, um mecanismo contratual, aparecendo de maneiras diversas ao longo do contrato e extremamente presente na realidade negocial internacional, sobretudo, em relações contratuais complexas como as operações de M&A. Além de ser uma cláusula complexa por si só, a MAC, quando inserida no mundo do M&A, torna-se uma das cláusulas mais relevantes e objeto de forte

discussão e negociação entre as partes, o que reforça a necessidade de um olhar mais atento sobre ela.

In the darkest depths of a corporate merger agreement lies the MAC clause, a term that permits the acquirer to walk away from a transaction if, between signing and closing, the target company experiences a “Material Adverse Change”. Multibillionaire dollar deals rise or fall based on the anticipated interpretation of a MAC clause, and invocation of the clause in a sensitive transaction could trigger the collapse of the global financial system. In short, the MAC clause is the most important contract term of our time. And yet – due to an almost lack of case law – no one knows what it means.²

Dada a relevância do assunto, faz-se necessário fazer um contraponto entre a cláusula MAC e alguns dos principais institutos de direito civil existentes no ordenamento jurídico brasileiro. De igual maneira, não é propósito desta dissertação esgotar todas as discussões ligadas à cláusula MAC, sendo certo que o foco da análise estará centrado nas relações contratuais paritárias e mais especificamente no contexto das transações de M&A, ou seja, considerando que se está diante de partes igualmente sofisticadas e capazes de buscar a assessoria adequada.

Considerando o acima exposto, a dissertação buscará basicamente responder aos seguintes questionamentos principais: (i) seria a cláusula MAC admitida pelo ordenamento jurídico brasileiro? (ii) a cláusula MAC encontra abrigo, do ponto de vista de sua estrutura-função, em algum instituto de direito civil já existente? (iii) a cláusula MAC representa um instrumento de gestão dos riscos contratuais? Em caso afirmativo, quais riscos poderiam ser geridos contratualmente? (iv) seria o princípio contemporâneo do equilíbrio contratual, de fato, um princípio autônomo? e (v) poderia a cláusula MAC afastar a incidência e aplicação dos remédios existentes no ordenamento jurídico brasileiro (tutela legal) para as hipóteses do desequilíbrio superveniente e, portanto, a possibilidade de resolução ou revisão dos contratos?

Sendo assim, busca-se, no *primeiro capítulo*, fazer breves apontamentos sobre a estruturação de uma operação e, principalmente, de um contrato de M&A, de modo que seja possível visualizar em quais situações se encaixam as cláusulas MAC nesse contexto específico. Em seguida, apresenta-se, em maior grau de

² SCHWARTZ, Andrew. A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause. **57 UCLA L. Rev.**, 789, 2010, p. 789

detalhe, o conceito e origem da cláusula MAC, com o objetivo de delimitar o tema e contextualizar a utilização do referido mecanismo em sua dimensão prática.

Nesta primeira parte, pretende-se, ainda, discutir alguns aspectos do desequilíbrio superveniente na lógica brasileira e, para tanto, refletir sobre institutos que, de alguma maneira, já buscam lidar com tal anomalia em nosso ordenamento. Sendo assim, serão abordadas a teoria da imprevisão (inculcada no art. 317 CC), a teoria da onerosidade excessiva (prevista nos arts. 478 a 480 CC) e, por fim, as situações de caso fortuito e força maior. No mais, encerra-se o capítulo com a detida análise a respeito da função desempenhada pela cláusula MAC no âmbito das operações de M&A.

Como passo seguinte, no *segundo capítulo*, é feita uma análise sobre a própria estrutura de uma cláusula MAC em operações de M&A e como poderá ser estabelecida sua relação com o ordenamento jurídico brasileiro do ponto de vista estrutural. Explicam-se as diferentes formas de aparição da cláusula MAC dentro de um contrato de M&A e a relevância de cada uma delas, destacando-se os cuidados que devem ser observados na redação de uma cláusula MAC.

Neste capítulo, traçam-se, ainda, paralelos com as figuras e institutos já existentes em nosso ordenamento, tais como a revogação, condições suspensiva e resolutiva, cláusula resolutiva e resilição, expondo-se as principais discussões que podem advir da aplicação da referida cláusula no Brasil. A ideia principal é tratar de fundamentar e qualificar, de um modo geral, a cláusula MAC dentro do arcabouço legal doméstico.

Por fim, com base nas principais discussões que se identificam sobre o tema, o *terceiro capítulo* busca verificar a efetividade da cláusula MAC como mecanismo de gestão dos riscos decorrentes da alteração das circunstâncias e do desequilíbrio superveniente. Para esse fim, além de uma análise panorâmica sobre o princípio do equilíbrio contratual, discutir-se-á a polêmica em torno do reconhecimento de sua aplicação autônoma. Em seguida, é abordada a possibilidade do afastamento, pelas partes, da tutela legal referente ao desequilíbrio superveniente – afastamento do direito de revisão ou resolução do contrato – diante da previsão de uma cláusula MAC. Para tanto, é feita uma

análise crítica diante de algumas formas e redações de cláusulas MAC que normalmente são encontradas em contratos de M&A.

CAPÍTULO I – A função da cláusula MAC em operações de M&A

1.1 Breves apontamentos sobre a estruturação das operações de M&A

As operações de fusões e aquisições, conhecidas apenas como operações de M&A³, fazem parte do cotidiano e constante desenvolvimento do mundo dos negócios e da atividade empresária. De modo geral e simplificado, as operações de M&A consistem em combinações de negócios e reorganizações societárias⁴, compreendendo fusões, cisões, incorporações de sociedades e/ou de ações/quotas, formação de grupos societários, acordos de investimento e comerciais, trespasses, bem como toda e qualquer classe de operação que de alguma maneira envolva a alienação e/ou transferência de fundos de comércio, estabelecimentos, participações societárias ou títulos e valores mobiliários representativos de participações societárias entre diferentes agentes econômicos, como explica Sérgio 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 societárias. Estão inseridas na terminologia sob análise não somente compra de ativos empresariais e participações societárias, e a união de duas ou mais sociedades para a formação de uma terceira, mas também a formação de grupos societários, a constituição de sociedades de propósito específico (SPE), a contratação de sociedade em conta de participação (SCP), a formação de consórcios, a cisão, a incorporação de sociedades ou de ações etc. Enfim, o modelo jurídico escolhido pelas partes pode variar consideravelmente, pois o que caracteriza uma operação de *fusão e*

³ Apenas a título de ilustração, reforça-se que a expressão “Fusões e Aquisições” decorre da tradução livre para o português de “*Mergers and Acquisitions*”, termo amplamente difundido no mercado norte-americano e europeu. No entanto, como ocorre com toda importação acrítica, não fica tal expressão livre de questionamentos, isso, porque no contexto empresarial do mercado brasileiro, raras são as fusões, sendo muito mais comuns as operações de incorporação. Por essa razão, seria preferível referir-se a operações de “Incorporações e Aquisições” ou a compra e venda de participações societárias e reorganizações em geral. Nesse sentido, veja-se a seguinte passagem de José Luiz Bulhões Pedreira: “Em vários direitos estrangeiros fusão e incorporação são tratadas como um único negócio, com duas modalidades – fusão propriamente dita (correspondente à nossa fusão) e fusão imprópria, ou por absorção (nossa incorporação). A maior parte da doutrina estrangeira adota esse conceito unitário de fusão porque o resultado final dos dois negócios é o mesmo – a unificação de sociedades – e a diversidade de procedimentos e de alguns efeitos não justifica conceituá-los como negócios distintos.” LAMY FILHO, Alfred; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 1263.

⁴ MUNIZ, Ian de Porto Alegre. **Fusões e Aquisições – Aspectos Fiscais e Societários**. 3ª edição. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 17.

aquisição é a sua finalidade: servir de instrumento de implementação da estratégia de crescimento externo/inorgânico ou compartilhado.⁵

Como mencionado na passagem acima, as operações de M&A podem ser estruturadas das mais variadas maneiras, envolvendo, no entanto, uma série de etapas e exigindo a celebração de acordos e instrumentos jurídicos que buscam como último objetivo implementar uma estratégia de crescimento e desenvolvimento dos agentes econômicos envolvidos na operação.

Como citado, são diversos os modelos jurídicos contemplados em uma operação de M&A, sendo certo, no entanto, que a maioria das operações dessa natureza – apesar de não existir uma regra rígida – passam por etapas de (i) negociações e tratativas preliminares, (ii) negociação e celebração de instrumentos preliminares (tais como cartas de intenção, memorandos de entendimento e *term sheets*)⁶, com a condução, de forma simultânea, de auditorias legais e financeiras (*due diligence*); (iii) celebração dos contratos definitivos (e.g., contrato de compra e venda de ações de uma companhia), conhecido como o momento do *signing*; e (iv) efetiva implementação da operação consubstanciada nos documentos definitivos (momento do *closing*). As operações de M&A compreendem, portanto, uma enorme gama de estruturas jurídicas que, na maioria das vezes, envolvem, também, um elevado grau de complexidade, exigindo a participação ativa de assessores jurídicos e financeiros. A complexidade comercial e jurídica de tais operações é reconhecida e faz com que sua consumação dependa não apenas da mera manifestação de vontade das partes, mas também da ocorrência e verificação de diversos fatos que podem levar algum tempo para serem implementados.

Considerando o contexto acima, nos contratos de M&A é bastante comum que as partes estabeleçam dois momentos diferentes para a implementação da operação, quais sejam, o momento do *signing* (assinatura do contrato) e, posteriormente, o *closing* (fechamento do contrato com a efetiva produção de seus efeitos principais)⁷. As partes, já a partir da assinatura do contrato, assumem

⁵ COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. **Fusões e aquisições**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 21.

⁶ Sobre o tema, ver TORNOVSKY, Luciana M. Cossermelli; GARTNER; Débora Sejtman. Instrumentos Contratuais Preliminares. In: SUSSEKIND, Carolina S. et al. (Org.). **Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020.

⁷ A nossa realidade é revestida de um dinamismo e de uma complexidade que naturalmente afetam o modo de circulação de riquezas e, consequentemente, o universo dos negócios jurídicos. Nesse contexto, são inúmeras as situações que se apresentam e que, de alguma maneira, podem fazer com que as partes prefiram ou precisem postergar a efetiva implementação do negócio jurídico pretendido no âmbito do M&A, ainda que estejam, desde já, acertadas com relação aos principais

certas obrigações e deveres entre elas, mas a efetiva transferência dos ativos ou da participação societária, do objeto imediato da operação, é diferida no tempo por razões de ordens prática e jurídica⁸.

Inúmeros são os casos em que a validade ou eficácia do objeto da operação está sujeita a requisitos legais ou contratuais⁹. Como exemplos, citam-se a necessidade de submissão prévia da operação ao CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica (para avaliação e controle dos chamados atos de concentração¹⁰) ou a agências regulatórias específicas, a depender do setor regulado (como é o caso da ANS - Agência Nacional de Saúde Suplementar nas áreas de saúde e seguros), e a obtenção do consentimento prévio de particulares, em razão da existência de cláusulas de restrição à transferência de controle (cláusulas muito comuns em contratos de financiamento com entidades de fomento ou bancos comerciais).

Ocorre que o lapso temporal entre a assinatura e o fechamento da operação pode levar semanas, meses ou até mesmo anos, a depender das circunstâncias particulares do caso, como, por exemplo, do andamento dos processos de autorização prévia que fluem em paralelo. Nesse sentido, as partes ficam naturalmente sujeitas a mudanças nas condições econômicas ao longo desse interim, como adverte Fernanda Martins Costa:

termos e condições. A título de exemplo, podem-se mencionar eventuais autorizações regulatórias/governamentais que sejam necessárias para a celebração do contrato, anuência prévia de terceiros interessados (clientes ou fornecedores das partes), ou até mesmo a realização de auditoria legal, financeira e contábil, tão comum em operações de M&A.

⁸ COSTA, Fernanda Mynarski Martins. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 22.

⁹ Ibid., p. 23

¹⁰ Lei nº 12.529/2011, Art. 88: “Serão submetidos ao Cade pelas partes envolvidas na operação os atos de concentração econômica em que, cumulativamente: I - pelo menos um dos grupos envolvidos na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais); e II - pelo menos um outro grupo envolvido na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais). § 1º Os valores mencionados nos incisos I e II do caput deste artigo poderão ser adequados, simultânea ou independentemente, por indicação do Plenário do Cade, por portaria interministerial dos Ministros de Estado da Fazenda e da Justiça. (...) § 3º Os atos que se subsumirem ao disposto no caput deste artigo não podem ser consumados antes de apreciados, nos termos deste artigo e do procedimento previsto no Capítulo II do Título VI desta Lei, sob pena de nulidade, sendo ainda imposta multa pecuniária, de valor não inferior a R\$ 60.000,00 (sessenta mil reais) nem superior a R\$ 60.000.000,00 (sessenta milhões de reais), a ser aplicada nos termos da regulamentação, sem prejuízo da abertura de processo administrativo, nos termos do art. 69 desta Lei. § 4º Até a decisão final sobre a operação, deverão ser preservadas as condições de concorrência entre as empresas envolvidas, sob pena de aplicação das sanções previstas no § 3º deste artigo.

Intuitivo perceber que optem as partes por técnicas de *execução diferida* de contrato, em que se promove um divórcio temporal entre o momento da celebração do contrato (*signing*) e o do seu adimplemento (*contrato*). Essa cisão temporal, somada ao caráter dinâmico da sociedade-alvo, implica, por sua vez, o agravamento de uma outra ordem de *riscos*: os riscos de a prestação ser perturbada, sobretudo o de que o bem objeto da contratação – as participações societárias – na data do *fechamento* do contrato, não apresente as qualidades demonstradas na data da *assinatura*.¹¹

Há, portanto, uma preocupação das partes com relação à proteção e à alocação dos riscos contratuais justamente nesse período/lapso temporal em que se aguarda autorização ou a verificação de quaisquer outros fatos/situações para seguir com a efetiva implementação da operação. A ideia central é justamente preservar as condições comerciais, econômicas e financeiras básicas e originais da operação (que motivaram a celebração do contrato em um primeiro momento) e, em última análise, o valor do próprio objeto da negociação – a companhia ou sociedade-alvo no caso das operações de M&A.

Como se verá mais adiante, é justamente nesse cenário de grande incerteza que se apresenta a *material adverse clause* (MAC), objeto deste estudo. É relevante notar, também, que tal mecanismo conversa diretamente, dentro do esqueleto contratual de um M&A, com outras cláusulas já consagradas no comércio internacional, quais sejam, as cláusulas de obrigações antecedentes, condições precedentes e de declarações e garantias (*representations and warranties*), entre outras.

1.2 Origem e conceito da cláusula MAC

Na prática contratual internacional e nas operações de M&A, depara-se usualmente com a referência a dois termos diferentes, MAC (*material adverse change*) e MAE (*material adverse effect*) que, apesar de terem singelas diferenças (como se verá a seguir), serão tratados como sinônimos para fins do presente trabalho, pois são partes de um todo¹².

¹¹ COSTA, Fernanda Mynarski Martins. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 25.

¹² A própria doutrina trata ambos os termos como sinônimos. Nesse sentido veja-se: MARTINS-COSTA, Judith; COSTA E SILVA, Paula. **Crise e Perturbações no Cumprimento da Prestação**. Estudo de Direito Comparado Luso-Brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020;

Em termos gerais, MAC significa um evento adverso substancial e MAE, um efeito adverso substancial. Nesse sentido, verifica-se que, ao passo que o MAC está vinculado à mera ocorrência de um evento adverso – isto é, um evento extraordinário ou incontornável para as partes – o MAE refere-se aos efeitos adversos e substanciais verificados e sofridos por uma das partes. Dessa forma, em última análise, o MAE pode ou não decorrer de um evento extraordinário e incontornável, o que deve se verificar é se o efeito sofrido em razão de um acontecimento qualquer atingiu os critérios de materialidade para ser considerado como MAE (um efeito adverso). Por outro lado, no MAC, poderia se argumentar que a verificação de um efeito adverso nem sequer seria exigível, pois a mera ocorrência do evento classificado como extraordinário pelas partes, daria ensejo à aplicação da cláusula MAC. Essa diferenciação encontra pouca aplicabilidade prática, uma vez que o usual é justamente o vínculo entre a ocorrência de um evento MAC (evento substancial adverso) e o MAE por ele gerado (efeitos substanciais adversos) – um sendo consequência lógica do outro¹³. O conjunto do MAC e o MAE é o que possibilita o pleito pela aplicação da cláusula como um todo, permitindo a liberação das partes quanto ao cumprimento das obrigações contratuais¹⁴. Como já ressaltado e para fins de didática, refere-se a esse conjunto apenas como cláusula MAC ao longo deste trabalho.

COSTA, Fernanda Mynarski Martins. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022; COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. **Fusões e aquisições**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016; EIZIRIK, Nelson. **Direito Societário – Estudos e Pareceres. Notas sobre a Revisão dos Contratos**, São Paulo: Quartier Latin, 2015; NARITOMI, Sabrina; ALMEIDA, Manoela Pentead de. **Efeitos da Pandemia de Covid-19 nos Contratos de M&A**. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (orgs.). **Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020.

¹³ “O direito norte-americano utiliza duas nomenclaturas distintas, quais sejam: “*material adverse change*”, ou “MAC”; e “*material adverse effect*”, ou “MAE”. Como as próprias definições indicam, as cláusulas estabelecem o tratamento a ser dado à transação na ocorrência de uma mudança adversa relevante (MAC) ou um efeito material adverso (MAE). No entanto, os termos, na prática, acabaram sendo consolidados e utilizados nos contratos de M&A para uma mesma finalidade.” NARITOMI, Sabrina; ALMEIDA, Manoela Pentead de. **Efeitos da Pandemia de Covid-19 nos Contratos de M&A**. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (orgs.). **Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020, p. 302.

¹⁴ “Qué es una cláusula MAC? Es una cláusula basada en la definición de MAC, esto es, un cambio material adverso (Material Adverse Change o MAC), que a su vez intenta abarcar una serie de supuestos, eventos o circunstancias impredecibles o imprevistos, de forma que si se producen tales supuestos, eventos o circunstancias y ello tiene un efecto material adverso (MAE), se desencadenan una serie de consecuencias.” SECADES, Alberto Manzanares. **Una Aproximación a la Cláusula MAC (Material Adverse Change) en los Contratos de Financiación Sindicada a la Luz de la Jurisprudencia Anglo-Americana**. Espanha: Thomson Reuters (Editorial Aranzadi, SAU), 2016, p. 15.

Aqui faz-se apenas um breve apontamento para reforçar a utilização do termo “substancial”, em vez da tradução literal do inglês para o emprego do vocábulo “material”. Na língua portuguesa o termo “material” não tem uma aproximação tão clara ao “material” como é utilizado nos Estados Unidos ou na prática internacional. Assim, entende-se que é mais adequado utilizar o adjetivo substancial¹⁵ quando nos referimos à MAC.

Não há dúvidas de que a cláusula MAC é de origem anglo-saxã¹⁶ e representa mais um exemplo da influência da *common law*, sobretudo, no que se refere à estruturação dos grandes e complexos contratos que são celebrados no âmbito internacional e nas operações de M&A. Trata-se de mais um reflexo da internacionalização dos termos e condições de determinados contratos adotados na lógica comercial diária.

Entende-se que a origem da cláusula MAC se deu por meio de uma previsão regulatória no *Securities Exchange Act* de 1934 (*Sections* 13 e 15(d))¹⁷ nos Estados Unidos. Tal regulamentação obrigava as companhias abertas listadas na bolsa de valores nos Estados Unidos a prestarem e divulgarem informações trimestrais em relação ao desenvolvimento dos negócios e principalmente sobre sua saúde e situação econômico-financeira. Essas informações eram direcionadas à bolsa de valores (*Stock Exchange*) e à *Securities Exchange Commission* – SEC (Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos). Nesses relatórios, as companhias eram obrigadas a citar, mencionar e descrever a ocorrência de quaisquer eventos substanciais adversos (MAC) envolvendo a companhia. Todas essas informações costumavam ser detalhadas e explicadas dentro de um relatório de administração das companhias – os chamados MD&A (*Management*

¹⁵ Definição de substancial, de acordo com o Dicionário Michaelis de Língua Portuguesa: “**substancial**: (...) 3. Que é grande em quantidade, extensão ou importância; avultado, considerável, vultuoso”. MICHAELIS. “**substancial**”. UOL. Disponível em: <<https://michaelis.uol.com.br/busca?r=0&f=0&t=0&palavra=substancial>>. Acesso em: 12 jan. 2023.

¹⁶ “(...) Surgiu nos países anglo-saxões o conceito MAC (Material Adverse Change) também conhecido como MAE (Material Adverse Effect) – que trata da ocorrência de eventos que produzam efeitos comerciais financeiros ou legais adversos, que possam prejudicar as bases de uma operação. Diante da ausência de previsão legal no Brasil de instituto que correspondesse ao conceito MAC, tornou-se comum também adotá-lo em contratos de M&A celebrados no país, mesmo naqueles que não envolvam partes estrangeiras”. GUIMARÃES, Helena; FUCCI, Ana Luisa. Uma Análise do Conceito de Material Adverse Change em Tempos de Pandemia. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (orgs.). **Fusões e aquisições em foco**: uma abordagem multidisciplinar. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020, p. 280.

¹⁷ Disponível em: <<https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/sea34.pdf>>. Acesso em: 10 jan. 2023.

Discussion and Analysis Report). Nota-se que, como é de praxe no âmbito do mercado de capitais regulado, a ideia central está na divulgação de informações – reforçando o corolário do *full and fair disclosure* – tendo como objetivo e função principal, justamente a proteção ao investidor, de modo que este possa estar plenamente consciente e atualizado sobre a real situação da companhia.

Assim, essa preocupação com a divulgação e verificação de um evento substancial adverso passou a ser também um ponto de atenção no âmbito da relação direta entre particulares, sobretudo, nas operações de M&A¹⁸.

Além disso, há quem defenda um paralelo entre a cláusula MAC e a *frustration doctrine* desenvolvida aos longos das décadas nos países de origem anglo-saxã¹⁹. Em suma, a cláusula MAC teria sido criada como resposta e, de certa forma, contratualização da já existente *frustration doctrine*.

Para Andrew Schwartz, a *frustration doctrine* “*serves to excuse a contracting party from performing not because it has become more difficult or impossible to perform (as in the case of impracticability), but rather because the other party’s counterperformance has become worthless. When an unexpected event during the executory period totally frustrates a party’s primary purpose in making the contract, the frustration doctrine provides doctrinal grounds for walking away from the contract*”²⁰. Sem aprofundar-nos na discussão acerca da natureza e evolução (doutrinária e jurisprudencial) de tal teoria, cabe chamar a atenção para o fato de que dela decorrem elementos e pressupostos bastante exigentes, tornando difícil sua aplicação: a parte deve demonstrar a ocorrência de um (i) evento extraordinário e (ii) exógeno (incontrolável) e que, os efeitos, desse

¹⁸ “*En un contrato de M&A la cláusula [MAC] la invocará el comprador para no llegar a formalizar la adquisición comprometida, si bien cuando se trata de adquisiciones a través de una fusión, como es típico en US, y los accionistas vendedores de la compañía objetivo (Target) van a recibir como contraprestación efectivo (cash) pero también acciones del comprador, en ese caso la cláusula MAC puede ser alegada tanto por el comprador respecto de cambios en Target como por el vendedor respecto de cambios en el comprador; en una financiación, la alegación de la cláusula MAC solo tiene sentido para una de las partes, el Lender, ya sea para no seguir permitiendo las disposiciones de fondos ya sea para declarar el vencimiento anticipado*”. SECADES, Alberto Manzanares. **Una Aproximación a la Cláusula MAC (Material Adverse Change) en los Contratos de Financiación Sindicada a la Luz de la Jurisprudencia Anglo-Americana**. Espanha: Thomson Reuters (Editorial Aranzadi, SAU), 2016, p. 65.

¹⁹ Nesse sentido: SCHWARTZ, Andrew. A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause. **57 UCLA L. Rev.**, 789, 2010; e OLIVEIRA E SÁ, Fernando. Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas. In: **Direito e Justiça**, n. Especial, 2012.

²⁰ SCHWARTZ, Andrew. A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause. **57 UCLA L. Rev.**, 789, 2010, p. 802.

evento ocasionaram a (iii) frustração total (ou ao menos significativa) do (iv) objeto principal daquele determinado contrato²¹.

Admitindo-se o elevado grau de exigência para a aplicação da *frustration doctrine*, sobretudo considerando a necessidade de se comprovar a frustração total daquele negócio, a cláusula MAC, ao inserir o termo “substancial” ou “adverso” teria sido criada justamente para “*baixar o standard legal de relevância da frustration*”²². Assim, a cláusula MAC pretende o mesmo fim da *frustration doctrine*, exigindo, no entanto, que haja apenas uma “frustração relevante” e não total. Cabe, portanto, às partes definirem claramente o que seria uma “frustração relevante” ou um evento substancial adverso.

Applying the forward standard clause analysis, we can see that the MAC clause operates as a standard clause analog of the frustration doctrine. Like the frustration doctrine, the MAC clause excuses an acquirer from performing when its purpose in entering the merger agreement – to acquire a profitable or synergetic target – has been frustrated. But the MAC clause changes the default frustration doctrine by employing the term “material”, thereby establishing a standard lower than the “total” or “complete” loss of value that the common law would ordinarily demand.²³

Mas, afinal, o que seria uma cláusula MAC? Em linhas gerais, uma cláusula MAC é um instrumento ou mecanismo de alocação dos riscos decorrentes de alterações supervenientes adversas na atividade, gestão dos negócios ou na situação econômico-financeira²⁴ de uma das partes em um

²¹ “Doctrinally, the frustration defense may be seen consisting of four elements: the party seeking to be excused must show that (1) its principal purpose in making the contract was (2) totally frustrated (or nearly so) by an (3) extraordinary and (4) exogenous event. As will be seen, the case law establishes a very high bar for each of these elements and, accordingly parties that seek to avoid their contracted-for performance on the ground of frustration almost never succeed in making the extremely strong showing demanded of them.” SCHWARTZ, Andrew. A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause. **57 UCLA L. Rev.**, 789, 2010, p. 803-804.

²² OLIVEIRA E SÁ, Fernando. Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas. In: **Direito e Justiça**, n. Especial, 2012, 439.

²³ SCHWARTZ, Andrew. A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause. **57 UCLA L. Rev.**, 789, 2010, p. 803-804.

²⁴ “(...) MAC clause is a legal provision normally found in merger and acquisitions contracts. It allows a buyer to cancel an acquisition if the target company suffers a significant negative change in their financial position prior to closing the deal. The clause is intended to protect the acquirer from major events that may make the target less attractive to buy. Large transactions often require a long period of time between actual agreement to buy (*signing*) and the completion of the transaction (*closing*). This time is used to obtain governmental or regulatory approvals, get shareholder consent to the transaction, arrange financing for the deal, or anything else that needs to be done prior to the new owners taking over running of the business. (...) This is a very risky period for a buyer. They have committed to buy the company at a firm price, but they can’t manage the operations yet because formal title has not passed. The MAC is intended to protect the buyer should any “unusual” things happen during this period.” STEFANOWSKI, Robert.

contrato, dando direito às partes ou a uma das partes (normalmente o comprador), de encerrar/terminar aquela relação contratual diante da verificação da ocorrência de um evento considerado como MAC²⁵, sendo, portanto, essencial definir claramente o que deverá ser considerado como MAC para fins do contrato específico. Como bem resume Alberto Secades, a cláusula MAC pretende compreender e definir uma série de pressupostos, eventos ou circunstâncias extraordinárias (supervenientes à assinatura do contrato), de maneira que, caso se verifique a ocorrência de tais pressupostos, eventos ou circunstâncias e daí decorram efeitos substanciais adversos para uma das partes, serão desencadeadas uma série de consequências, sendo a principal delas a possibilidade de encerramento da relação contratual²⁶. Em poucas palavras, a definição de evento MAC corresponde a um exercício das partes de tratar de antever quais mudanças futuras e inesperadas no contexto da operação de M&A ensejariam a possibilidade de desfazimento do negócio – note-se que se está diante de um evento extraordinário e indesejado pelas partes.

Importante lembrar que, em casos menos comuns, a cláusula MAC também é utilizada como mecanismo para forçar uma renegociação do contrato entre as partes, no entanto, o mais usual é justamente conferir à parte a possibilidade de se retirar daquela determinada relação contratual, eximindo-se de qualquer responsabilidade²⁷.

Nas palavras de Pedro Santos Cruz, as cláusulas MAC, ou mais especificamente os efeitos substanciais adversos²⁸ (MAE):

São o resultado, ocorrência, condição, fato, mudança, violação, evento ou efeito que, individualmente ou em conjunto com outros resultados, acontecimentos, condições, fatos, mudanças, violações, eventos ou efeito, sejam materialmente adversos para: (a) a condição financeira comercial, dos ativos, responsabilidades ou resultados operacionais da companhia e suas subsidiárias, consideradas como

Material adverse change: lessons from failed M&As. Estados Unidos da América: New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2018, p. 105.

²⁵ 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**, a. 12, n. 45, jul./set. 2009, p. 153.

²⁶ SECADES, Alberto Manzanares. **Una Aproximación a la Cláusula MAC (Material Adverse Change) en los Contratos de Financiación Sindicada a la Luz de la Jurisprudencia Anglo-Americana**. Espanha: Thomson Reuters (Editorial Aranzadi, SAU), 2016, p. 15.

²⁷ Nesse mesmo sentido: COSTA, Fernanda Mynarski Martins. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 120; e EIZIRIK, Nelson. **Direito Societário – Estudos e Pareceres. Notas sobre a Revisão dos Contratos**, São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 731.

²⁸ Como já salientado acima, o autor também utiliza os termos MAC e MAE como sinônimos. Veja-se: CRUZ, Pedro Santos. Op.cit.

um todo; (b) a habilidade da companhia em cumprir as obrigações previstas no contrato; ou (c) a habilidade da companhia em executar a fusão/incorporação²⁹.

Um ponto importante para se destacar é o fato de a preocupação estar centrada principalmente na situação econômico-financeira da própria companhia ou do ativo-alvo e na capacidade da respectiva parte de cumprir com as obrigações assumidas no âmbito do contrato. Isso diz muito sobre a própria origem da MAC, pois, como se viu, ela advém historicamente de uma regulamentação da *Securities and Exchange Commission* que tinha como principal preocupação justamente manter o público em geral, os investidores, atualizados e informados sobre as finanças e a situação econômica das companhias.

Apesar de a estrutura da cláusula MAC em operações de M&A ser objeto de análise específica nos capítulos subsequentes deste trabalho, faz-se mister trazer um exemplo dessa cláusula, a título de ilustração e a fim de facilitar sua compreensão geral. Vejam-se as seguintes cláusulas extraídas de um contrato de M&A envolvendo uma sociedade brasileira:

Clause 1. Definitions: (a) “Material Adverse Change” means with respect to the Target Company, any event, change, condition development, order, statute, rule, regulation or occurrence that, individually or together with any other event, change, condition, development, or occurrence is materially adverse to its business, condition (financial or otherwise), general affairs, prospects, management, financial position, shareholders equity, assets, results of operations, or prospects including those that, (a) adversely affects the ability of the Seller of complying its obligations set forth in this Agreement; (b) that cause its Quotas value decrease by 5% or more; (c) cause the Target Company’s consolidated monthly revenue to decrease by 5% or more between the date hereof and the Closing Date with respect to the average consolidated revenue of the Target Company in the past twelve (12) months prior to the date hereof; (d) that the consolidated monthly EBITDA of the Target Company to decrease by 10% or more between the date hereof and the Closing Date with respect to the average consolidated EBITDA of the Target Company in the past 12 (twelve) months prior to the date hereof; (e) if any of the material customers and suppliers of the Target Company reduce the volume of products or services it purchases from the Target Company or materially modified the commercial terms of its relationship with the Target Company between the date hereof and the Closing Date with respect to the commercial conditions of the Target Company in the past 12 (twelve) months prior to the date hereof; (f) enjoin, prohibit, restrain or delay the consummation of the transaction described in this Agreement.

²⁹ 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**, a. 12, n. 45, jul./set. 2009, p. 156-157.

Clause 20. Conditions Precedents. 20.1. Conditions Precedent to Obligations of BUYER. The obligation of BUYER to pay the Closing Disbursement to SELLERS as provided for herein and to perform the other actions at the Closing Date is subject to the satisfaction, at or prior to the Closing Date, of each of the following conditions (any of which may be waived, in whole or in part, by SELLERS): (...) (c) **Non-occurrence of any Material Adverse Change between the date hereof and the Closing Date.**

Pela análise do exemplo acima, nota-se que a cláusula 20.1 (c), numa leitura a *contrario sensu*, permite que o comprador se exima de qualquer responsabilidade de pagar o preço avençado e de implementar o objeto da operação caso ocorra um evento MAC entre a data de assinatura e a data do fechamento. De maneira complementar, a Cláusula 1 traz uma definição detalhada do que é considerado um evento MAC e, além disso, o que seriam eventos substanciais adversos (levando em consideração principalmente questões comerciais e financeiras). Dessa forma, numa situação hipotética em que as quotas da sociedade-alvo tenham se desvalorizado em mais de 10% (entre *signing* e *closing*), em virtude de uma situação extraordinária envolvendo, por exemplo, um problema nas práticas contábeis da companhia, o comprador poderia invocar a Cláusula 21.1 do contrato, sob o argumento que se verificou um evento MAC nos termos da Cláusula 1, item b.

É importante destacar que a invocação da cláusula MAC dentro da lógica de um M&A é algo excepcional e não é tida como a solução desejável. Isto é, o intuito é que o objeto do contrato seja satisfeito e que, portanto, as partes cumpram com suas respectivas prestações. Sobre esse ponto é interessante debruçar-se rapidamente sobre a construção jurisprudencial nos Estados Unidos a respeito de pleitos pelo reconhecimento da ocorrência de um evento MAC e, em especial, com relação aos precedentes da corte de Delaware³⁰. Apesar de serem inúmeros os casos em que se discutiu a cláusula MAC em tribunais americanos, a primeira vez na qual ela foi efetivamente reconhecida foi em outubro de 2018, no âmbito do processo envolvendo a compra e venda das ações da Akorn Inc. (fabricante de medicamentos genéricos) pela farmacêutica alemã Fresenius Kabi.

Nesse caso específico, o contrato de compra e venda de ações previa uma cláusula MAC que concedia à Fresenius o direito de se retratar do negócio (*walk*

³⁰ A Suprema Corte de Delaware é uma das mais reconhecidas internacionalmente em matéria de direito societário e comercial, isso porque o referido estado americano possui um arcabouço legal e jurídico bastante desenvolvido nesses ramos do direito, fazendo com que diversas companhias sejam constituídas ou regidas pela legislação de Delaware.

away right) diante da ocorrência de um evento MAC. Após a assinatura do contrato, os resultados financeiros da Akorn deterioraram-se de maneira dramática, a começar por uma redução de quase 100% nas receitas da empresa se comparadas a exercícios anteriores. Diante desse cenário e aliado ao fato de que a Akorn não havia cumprido com certas obrigações regulatórias que estavam previstas no contrato, a Fresenius argumentou a ocorrência de um evento MAC (deterioração da situação econômico-financeira da companhia-alvo), pleiteando, portanto, o término daquele contrato. Nesse caso específico, a corte de Delaware, em uma decisão de mais de 200 páginas, reconheceu, pela primeira vez, a efetiva aplicação da cláusula MAC em favor do comprador que buscava desistir do negócio. Foi a decisão (excepcional)³¹ que confirmou a regra de que, de fato, deve haver “substância” nos argumentos do comprador para que a cláusula MAC seja efetivamente reconhecida³².

Como contraponto, é interessante mencionar outro precedente mais recente de Delaware em que se discutiu o reconhecimento de um evento MAC no contexto da pandemia (*AB Stable VIII LLC v. Maps Hotels and Resorts One LLC*³³). Neste caso, no entanto, a corte de Delaware, apesar de ter decidido em favor do comprador, no sentido de admitir a rescisão do contrato, não fundamentou sua decisão na ocorrência do MAC, mas sim em razão do descumprimento de uma obrigação contratual.

De forma bastante resumida, a operação envolvia a compra, pela Maps Hotels, e venda, pela AB Stable, de um negócio contemplando 15 hotéis de luxo nos Estados Unidos com um valor aproximado de 5 bilhões de dólares americanos. Entre o *signing* e o *closing* da operação, o vendedor, em resposta à pandemia do COVID-19 (que atingiu o setor hoteleiro em cheio), optou por reduzir sua operação em diversas localidades, o que naturalmente afetou as

³¹ Note-se que, até então, haviam sido diversos os casos em que não se reconheceu o direito de o comprador desistir do negócio com base em um evento MAC. A título de ilustração, mencionam-se os seguintes precedentes: *In Re IBP Inc. v. Tyson Foods Inc.*; e *Hexion Specialty Chemicals v. Huntsman Corporations*.

³² “In the United States, much of this litigation occurs in the Delaware law. According to the precedents of that court, an acquirer seeking to avoid completion of a transaction based upon a MAC provision has to positively prove that a material adverse change as defined by the parties’ agreement has in fact occurred.” STEFANOWSKI, Robert. **Material adverse change: lessons from failed M&As**. Estados Unidos da América: New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2018, p. 105.

³³ Sobre o caso, ver: <https://www.mondaq.com/unitedstates/arbitration--dispute-resolution/1175970/ab-stable-viii-llc-v-maps-hotels-and-resorts-one-llc>. Acesso em 27 mar. 2023.

receitas do grupo. Diante desse cenário, os compradores decidiram encerrar e terminar o contrato de compra e venda, alegando que a pandemia teria configurado um evento MAC no âmbito do contrato e que, além disso, o vendedor teria ignorado uma série de obrigações com relação à condução regular do negócio objeto da operação ao se desfazer de alguns ativos.

Diante da negativa do comprador de implementar a operação, o vendedor entrou com um pedido de execução específica do contrato de compra e venda em Delaware. A corte de Delaware, no entanto, rejeitou o argumento do comprador de que os efeitos da pandemia constituíam um evento MAC nos termos do contrato, uma vez que os efeitos da pandemia estariam enquadrados dentro das exceções à cláusula MAC (o contrato mencionava que eventos de calamidade pública não seriam considerados como MAC). De outro lado, porém, a corte entendeu que a atitude do vendedor no sentido de fechar hotéis e reduzir a sua operação em resposta ao COVID-19 teria sido um descumprimento dos deveres e obrigações contratuais de conduzir os negócios de acordo com seu curso normal.

Apesar de o resultado ter sido favorável ao comprador no final das contas (com a não implementação da operação), a decisão reiterou os altos padrões exigidos pelas cortes americanas (em especial a de Delaware) para o reconhecimento de um evento MAC, destacando-se o fato de que, nesse caso específico, o contexto tratava da pandemia, o evento mais extraordinário ocorrido nas últimas décadas.

De todo modo, como adiantado, a análise da cláusula MAC não é estanque ou simples, havendo diversos aspectos e minúcias a serem explorados no que diz respeito à sua aplicação, sobretudo no Brasil, como se pretende aprofundar neste trabalho.

1.3 Aspectos da superveniência de eventos substanciais adversos

Ao se lidar com operações de M&A – especificamente contratos de execução diferida – não há como fugir da discussão a respeito da alteração inesperada das circunstâncias ou superveniência de eventos extraordinários (eventos substanciais adversos, previsíveis ou não) que podem acarretar uma

alteração significativa das bases da operação, causando um desequilíbrio superveniente³⁴, seja ele entre as prestações ou do ponto de vista econômico. Como desequilíbrio superveniente entende-se a alteração das circunstâncias fáticas de uma determinada relação contratual, ocorrida após a assinatura do contrato – mas em momento anterior à produção integral e satisfatória de todos os efeitos previstos no contrato – que, de alguma forma, gerem ou causem uma manifesta desproporção entre as prestações das partes de um ponto de vista comercial e/ou econômico. A cláusula MAC surge, portanto, para lidar especificamente com os riscos e efeitos³⁵ decorrentes da verificação dessas alterações de circunstâncias que afetem a situação comercial ou financeira da companhia-alvo/vendedor ou de sua capacidade econômica de cumprir com as obrigações estabelecidas no contrato³⁶.

Do ponto de vista do ordenamento jurídico brasileiro, como se verá mais adiante, adotaram-se certas teorias – as quais se encontram positivadas – para enfrentar o corriqueiro problema referente ao desequilíbrio superveniente. Em essência, o Código Civil de 2002 adotou tanto a teoria da imprevisão (art. 317) como a teoria da excessiva onerosidade (arts. 470 a 480).

Sendo assim, é importante frisar que, para além da discussão sobre a real autonomia do princípio do equilíbrio contratual (tema explorado no capítulo final deste trabalho), fato é que existem regras específicas e expressas – com requisitos

³⁴ “O tema, que concerne, em última análise, à própria “relação entre o Direito e a realidade”, costuma ser abordado sob diferentes nomenclaturas – *imprevisão, quebra da base do negócio, desequilíbrio entre as prestações, alteração das circunstâncias, superveniência contratual, hardship, excessiva onerosidade*, entre outras – que refletem, a rigor, diferentes concepções teóricas sobre o fenômeno, ora lhe atribuindo tratamento mais abrangente ora mais restritivo, ora ainda, lhe reservando apenas um tratamento diverso.” SCHREIBER, Anderson. **Equilíbrio contratual e dever de renegociar**. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020, p. 174.

³⁵ “A função da introdução de cláusulas MAC (ou MAE) nesses instrumentos é conferir as partes signatárias o direito de denunciá-lo caso eventos externos a sua vontade produzam efeitos comerciais, financeiros ou legais adversos, de forma a prejudicar substancialmente as bases da operação.” 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**, a. 12, n. 45, jul./set. 2009, p. 153.

³⁶ São inúmeras as teorias desenvolvidas ao longo dos anos nos diferentes ordenamentos jurídicos para lidar com o tema do desequilíbrio econômico superveniente. Para fins de ilustração, citam-se a cláusula “*rebus sic stantibus*”, a teoria da pressuposição, as teorias da base do negócio, as “alterações das circunstâncias”, a teoria da imprevisão, *doctrine of frustration*, a teoria da excessiva onerosidade. Sobre o tema, ver SCHREIBER, Anderson. Op.cit. Ressalte-se que o presente trabalho não possui o condão de investigar e explorar todas as teorias existentes, mas tão somente se ater àquelas que guardam relação com a funcionalidade da cláusula MAC dentro do ordenamento jurídico brasileiro.

e critérios próprios – que trazem remédios para as hipóteses de verificação de um desequilíbrio superveniente do contrato.

Transpondo essa discussão para a análise da cláusula MAC e sua relação com nosso ordenamento, não há como deixar de mencionar, para fins do presente trabalho, a diferença de abordagem entre os sistemas de *civil law* e de *common law* (origem da cláusula MAC) nas relações obrigacionais e contratuais. Ao passo que sistemas jurídicos como o do Brasil (de *civil law*) são pautados por uma vertente principiológica, muito baseada nos valores da Constituição Federal da República, e na aplicação das regras codificadas e positivadas na legislação esparsa, nos países da *common law*, o que prevalece é a liberdade quase que absoluta entre as partes no momento da contratação e definição dos parâmetros de revisão contratual. Nesse sentido, veja-se a passagem de Fernanda Martins Costa:

Neste sistema [de *common law*], associado a um modelo econômico-jurídico individualista e liberal, o período negocial de um contrato é essencialmente adversarial, não estando as partes submetidas a um regime pré-contratual idêntico ao delineado pelo instituto da *culpa in contrahendo*. Os negociadores estão livres, em princípio, para agir estritamente visando ao seu interesse pessoal; têm, pois, mais liberdade se comparado aos sistemas continentais, para estabelecer negociações paralelas sem precisar informar à contraparte, romper as tratativas injustificadamente mesmo na iminência da celebração do contrato.

Como a assimetria informacional é um elemento natural do processo de negociação, inexistente, na visão tradicional da *common law*, um dever geral de revelação de informação a cargo do vendedor, prevalecendo com mais vigor a concepção segundo a qual o comprador é responsável pela investigação sobre as qualidades do bem objeto do contrato.³⁷

O mais usual na lógica da *common law*, ao contrário do que ocorre aqui no Brasil e em outros sistemas romano-germânicos, é deparar-se com longos e robustos contratos, muito em razão da ausência de regulação dos tipos contratuais em lei nos países de origem anglo-saxã³⁸. A razão é bastante simples: como as

³⁷ COSTA, Fernanda Mynarski Martins. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 44-45.

³⁸ Veja-se, nesse sentido, a passagem de Giacomo Grezzana: “Contribui para a preparação de longas obras contratuais o fato de o *common law* não dispor de tipos contratuais fixados em lei, como ocorre nos países de tradição romano-germânica (a exemplo do Título VI do Livro I da Parte Especial do nosso Código Civil). As partes não podem simplesmente escolher a regulação de um tipo e fixar em contrato apenas questões específicas não reguladas no tipo ou afastar a disciplina dispositiva do tipo em pontos específicos. As partes precisam tomar a iniciativa de regular em contrato todos os aspectos relevantes do negócio.

John Cartwright explica que essa característica decorre do fato de o *common law* não ter construído seu direito contratual a partir da recepção do direito romano, onde o pacto deveria encaixar-se nos modelos de um dos contratos nominados para ser tratado como contrato. Obviamente, o *common law* reconhece a existência de diferentes tipos contratuais, como a compra e venda, prestação de serviços etc., apenas não desenvolveu corpos de normas para regular a

partes não têm um regramento, um código expresso, regulando os termos gerais e/ou mínimos de determinado contrato – ou até mesmo princípios gerais de obrigações e contratos –, faz-se necessário detalhar ao máximo cada condição e dispositivo no âmbito do contrato.

Além disso, no âmbito da *common law* (principalmente nos Estados Unidos da América) costuma-se reconhecer o dever de boa-fé (*duty of good faith*) como uma cláusula implícita³⁹ a todo e qualquer contrato⁴⁰⁻⁴¹, fazendo com que as partes somente possam exercer seus eventuais poderes discricionários dentro do permitido pelo quadro contratual e dentro do que foi ali estipulado ou declarado pelas partes ao longo das negociações⁴². Ou seja, o que pauta a boa-fé no direito anglo-saxão não são princípios ou regras exógenas ao contrato (como ocorre no Brasil e em outros países de origem romano-germânica, como a Itália e

formação, o conteúdo e os efeitos especificamente a nível de cada um dos tipos. Todos os contratos são regulados pelos mesmos princípios e pelas mesmas regras.” GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p.23.

³⁹ Uniform Commercial Code (UCC), 1-304: “*Every contract or duty within the Uniform Commercial Code imposes an obligation of good faith in its performance and enforcement*”; Restatement Second Section 205: “*Every contract imposes upon each party a duty of good faith and fair dealing in its performance and its enforcement*”.

⁴⁰ “O cumprimento e execução do contrato deve observar, no Direito estadunidense, o dever de boa-fé. As cortes o reconhecem como um “implied term” na execução dos contratos, sobretudo para restringir poderes discricionários que as partes tenham em razão dos mesmos. A boa-fé determina que estes poderes devem ser utilizados conforme as razões permitidas pelo acordo contratual, protegendo expectativas justificáveis que nascem do acordo.” COSTA, Fernanda Mynarski Martins. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 49

⁴¹ “No entanto, a boa-fé contratual não é estranha ao mundo anglo-saxônico. O Código Comercial Uniforme (*Uniform Commercial Code* – UCC) dos Estados Unidos – que harmonizou a legislação estadual a respeito da compra e venda de mercadorias – prevê especificamente a aplicação do dever de boa-fé no cumprimento e execução de todo contrato (UCC, § 1-304). A adoção da boa-fé pelo UCC não foi acidental, e sim fruto da influência alemã por meio do seu idealizador germanófilo, Karl Llewellyn. Ademais, a boa-fé contratual é relevante também fora do contexto do UCC, pois numerosas decisões judiciais norte-americanas recorrem ao dever de boa-fé do *common law* para preencher lacunas dos contratos e impor deveres de conduta além daqueles expressamente enunciados pelas partes. Não obstante, os tribunais dos Estados Unidos utilizam a boa-fé para impor

deveres contratuais com menos frequência e fervor do que seus equivalentes no *civil law*.” PARGENDLER, Mariana. O direito contratual comparado em nova perspectiva: revisitando as diferenças entre os sistemas romano-germânico e do *common law*. **Revista Direito GV**, v. 13, n. 3, set./dez., 2017, p. 801-802.

⁴² “A jurisprudência nos países do *common law* desenvolveu a figura do *promissory estoppel*, que cumpre de certa forma o papel do princípio da boa-fé no sistema romano-germânico. Pela doutrina do *estoppel*, a pessoa que faz uma declaração fica impedida de voltar atrás em tal declaração, se a contraparte nela tiver confiado. Mas o *estoppel* não cria um novo direito para a outra parte, ou uma nova pretensão (*cause of action*), daí a corriqueira locução “*estoppel is a shield not a sword*. (...) O *promissory estoppel* está muito mais relacionado, assim, à proibição de comportamento contraditório, o que ao menos no direito brasileiro corresponderia à função da boa-fé objetiva como limite ao exercício disfuncional de posições jurídicas, deixando a descoberto a função hermenêutica e a de criação de deveres.” GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 25.

Alemanha), mas sim o próprio conteúdo contratual. Nesse sentido, no Brasil há uma maior e mais frequente aplicação do efetivo princípio da boa-fé objetiva (como corolário constitucional) do que se comparado ao direito norte-americano⁴³.

Dessa forma, o intuito do presente trabalho é reforçar a ideia de cuidado na importação descuidada de práticas internacionais, sobretudo no que se refere a operações de M&A⁴⁴, desenvolvidas e criadas no exterior – como é o caso da cláusula MAC – para a realidade brasileira que, não raro, se dá sem a devida atenção aos princípios e regras aqui existentes. Para tanto, faz-se necessária uma análise mais detida a respeito dos princípios e institutos que já buscam, de alguma maneira, lidar com o problema da superveniência de eventos extraordinários e incontrolláveis que afetam o programa contratual, incluindo-se a questão referente ao desequilíbrio contratual superveniente. Posteriormente, com esses pressupostos em mente, será possível encaixar a cláusula MAC no contexto legal brasileiro.

Passa-se agora, portanto, a analisar, em um primeiro momento, alguns dos institutos positivados no ordenamento jurídico brasileiro que tutelam a superveniência das circunstâncias que afetam o conteúdo contratual e que se assemelham, de certa forma, às preocupações intrínsecas às cláusulas MAC. Naturalmente, não serão abordados os institutos da lesão e do estado de perigo, haja vista que ambos encerram vícios relacionados à manifestação de vontade originária das partes, o que não é o caso em operações de M&A. Sendo assim, será feita uma breve análise das teorias da imprevisão e da onerosidade excessiva (que buscam lidar com o desequilíbrio contratual superveniente) e, finalmente, da situação do caso fortuito e da força maior (que, apesar de não guardar relação com o desequilíbrio econômico, lida com a superveniência de eventos extraordinários que afetam o cumprimento da obrigação pelas partes).

⁴³ COSTA, Fernanda Mynarski Martins. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 49.

⁴⁴ “Pode-se imaginar que a alienação de participação societária seja o principal veículo deste movimento por conta da crescente onda de aquisições internacionais de empresas, na qual o Brasil figura como receptor do investimento e, portanto, em larga dose sujeito aos esquemas contratuais do investidor. Muitas vezes o investidor estrangeiro é uma grande companhia que possui um modelo padrão de contrato para aquisição de empresas, e seus advogados buscam aplicá-lo mundo afora com mínimas modificações.” GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 20.

1.3.1 Teoria da imprevisão

Considerando a discussão a respeito do tratamento conferido ao desequilíbrio econômico superveniente, pode-se dizer que a maior proximidade da cláusula MAC é com os institutos da teoria da imprevisão (art. 317 do Código Civil) e com a onerosidade excessiva (arts. 478 a 480 do Código Civil⁴⁵). Isso, porque tais institutos, de igual maneira que a cláusula MAC, buscam lidar com o problema da alteração superveniente das circunstâncias e seus efeitos diante das relações obrigacionais e contratuais existentes.

A teoria da imprevisão ergue-se da tradição francesa (de origem jurisprudencial)⁴⁶ e, de modo bastante sintético, prevê que, diante de uma desproporção manifesta decorrente de eventos imprevisíveis, poderá o juiz intervir no contrato para reequilibrar o seu conteúdo. No Brasil, o legislador foi um pouco mais específico ao prever que o papel do juiz, na realidade, é o de corrigir o valor da prestação, caso ocorra uma manifesta desproporção entre o seu valor originalmente avençado e o momento de sua execução. É importante mencionar que *“a doutrina nacional se apresenta dividida em três correntes principais. A primeira restringe o dispositivo em exame às prestações pecuniárias. A segunda, ao que parece majoritária, postula a aplicabilidade do art. 317 a toda e qualquer prestação. Por fim, a terceira orientação, bastante residual, é ainda mais restritiva do que a primeira, ao postular a inaplicabilidade da referida norma ao*

⁴⁵ **Art. 478.** Nos contratos de execução continuada ou diferida, se a prestação de uma das partes se tornar excessivamente onerosa, com extrema vantagem para a outra, em virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis, poderá o devedor pedir a resolução do contrato. Os efeitos da sentença que a decretar retroagirão à data da citação. **Art. 479.** A resolução poderá ser evitada, oferecendo-se o réu a modificar equitativamente as condições do contrato. **Art. 480.** Se no contrato as obrigações couberem a apenas uma das partes, poderá ela pleitear que a sua prestação seja reduzida, ou alterado o modo de executá-la, a fim de evitar a onerosidade excessiva.

⁴⁶ *“A théorie de l'imprévision* influenciou parte da doutrina civilista francesa, mas os chamados tribunais judiciais ou comuns (não administrativos) continuavam fiéis a uma visão absoluta do *pacta sunt servanda*. Tornou-se necessária uma intervenção legislativa para que a teoria da imprevisão ganhasse aplicação a contratos privados cujo cumprimento havia sido afetado pela Primeira Guerra: assim surgiu a conhecida *Loi Failliot*, de 21 de janeiro de 1918, que permitiu a resolução dos contratos comerciais concluídos antes do início do conflito mundial, desde que tivessem por objeto a entrega de mercadorias ou gêneros em prestações sucessivas ou diferidas, e que um dos contratantes demonstrasse ter sofrido prejuízos exagerados em virtude da guerra.” SCHREIBER, Anderson. **Equilíbrio contratual e dever de renegociar**. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020, p. 192.

*campo dos contratos, no qual incidiriam apenas os arts. 478 e 479 do Código Civil. O art. 317 ficaria circunscrito, assim, às obrigações não contratuais*⁴⁷.

A título de ilustração, Gustavo Tepedino e Carlos Nelson Konder afirmam que o art. 317 do Código Civil passou a atuar como “verdadeira cláusula geral de revisão judicial de contratos desequilibrados por fatos supervenientes imprevisíveis”⁴⁸ e, portanto, aplicável a toda e qualquer obrigação, uma vez que a redação final aprovada traz uma linguagem aberta, referindo-se a “prestações devidas”⁴⁹.

Nessa seara, ressalta-se que não será objeto do presente trabalho o aprofundamento de cada um dos posicionamentos adotados pela doutrina, no entanto, concorda-se com o posicionamento adotado por Francisco Marino, no sentido de que o art. 317 do Código Civil somente se aplica às obrigações pecuniárias⁵⁰, eis que sua origem remonta, inclusive, a uma necessidade prática e histórica de trazer para dentro do ordenamento a obrigatoriedade da correção monetária das prestações⁵¹.

Independentemente da corrente adotada, cumpre salientar que a preocupação originária, tanto do art. 317 do Código Civil quanto da cláusula MAC, guarda relação primordial com a manutenção do equilíbrio econômico e financeiro entre as partes, encontrando-se entrelaçadas quanto a esse aspecto.

Em todo caso, é evidente que se está diante de uma teoria revisional, isto é, que permite a revisão do contrato, a pedido de uma das partes, com intervenção do Judiciário, para o reestabelecimento da proporcionalidade entre as prestações.

⁴⁷ MARINO, Francisco de Paulo de Crescenzo. **Revisão contratual**: onerosidade excessiva e modificação contratual equitativa. São Paulo: Almedina, 2020, p. 26.

⁴⁸ TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. **Fundamentos do direito civil**, Vol. 3 – Contratos. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 143.

⁴⁹ “A aplicabilidade do art. 317 para além do campo das prestações pecuniárias é sustentada com base na literalidade do dispositivo, sobretudo por conta da expressão não restritiva “prestação devida”, bem como em razão da suposta incompatibilidade da primeira exegese com outras regras e princípios do ordenamento, máxime conservação, boa-fé, equilíbrio econômico e função social do contrato.” MARINO, Francisco de Paulo de Crescenzo. **Revisão contratual**: onerosidade excessiva e modificação contratual equitativa. São Paulo: Almedina, 2020, p. 26.

⁵⁰ MARINO, Francisco de Paulo de Crescenzo. Op.cit., p. 30 e ss. No mesmo sentido, MARTINS-COSTA, Judith; COSTA E SILVA, Paula. **Crise e Perturbações no Cumprimento da Prestação**. Estudo de Direito Comparado Luso-Brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 211; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A onerosidade excessiva no Código Civil. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo, nº 31, 2006, p. 11-24.

⁵¹ Originalmente, o artigo estava realmente atrelado à necessidade de reajuste do valor das prestações e à correção monetária, mas ao longo da elaboração legislativa, chegou-se a um texto mais aberto.

Nesse momento, com base no efeito prático da teoria da imprevisão, é que ela se afasta, de certa forma, do propósito clássico da cláusula MAC, qual seja a extinção do contrato em razão da verificação de eventos extraordinários.

1.3.2 Teoria da onerosidade excessiva

Por outro lado e de maneira complementar, o art. 478 do Código Civil positivou a chamada teoria da excessiva onerosidade⁵². Dessa forma, o referido dispositivo prevê a possibilidade de uma das partes – diante de contratos de execução continuada ou diferida no tempo – poder pleitear a resolução do contrato, ou seja, a extinção do vínculo contratual, caso ocorram eventos extraordinários que tornem a prestação excessivamente onerosa para uma das partes – gerando extrema vantagem para a outra.

Note-se que os requisitos para aplicação da cláusula são bastante exigentes, quais sejam: (i) existência de contratos de execução continuada ou diferida; (ii) eventos imprevisíveis e extraordinários; (iii) onerosidade excessiva para uma das partes; e (iv) vantagem extrema para a outra parte. É um artigo que merece alguma crítica, pois, em tese, apesar de originariamente ser uma teoria revisional, a onerosidade excessiva no Brasil tem como consequência a resolução do contrato e não sua revisão⁵³.

⁵² “Na perspectiva italiana, a questão nasce intensamente associada à hipótese tradicional de resolução contratual por impossibilidade superveniente da prestação, o que levou o Código Civil italiano, de 1942, a disciplinar o tema em seção denominada “*dell’ eccessiva onerosità*” (da excessiva onerosidade). A expressão, que realça a dificuldade de cumprimento da prestação que onera de modo exorbitante o devedor, já havia sido empregada em leis especiais anteriores, relacionadas aos efeitos da guerra. (...) Em especial, a doutrina italiana esforçou-se, desde os primórdios da codificação de 1942, por atribuir aos arts. 1.467 a 1.469 uma interpretação tão objetiva quanto possível, distanciando-se, na identificação do seu fundamento, do apego excessivo à vontade originária dos contratantes para situar o tema no campo da causa.” SCHREIBER, Anderson. **Equilíbrio contratual e dever de renegociar**. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020, p. 199-200.

⁵³ “A primeira observação que se pode extrair desse cenário é que o Código Civil de 2002 confirmou, nesse campo, a crítica que já lhe era dirigida no todo: nasceu velho. A expressa opção pela resolução não apenas no caput do art. 478, mas no próprio título da seção que se ocupa do tema – “Da Resolução por Onerosidade Excessiva” –, revelam a aversão à interferência do juiz no conteúdo do contrato, em uma postura típica do voluntarismo jurídico que enxergava na vontade das partes a única fonte legítima para criação, modificação ou extinção das obrigações.” SCHREIBER, Anderson. Op.cit., p. 318. Nesse sentido mesmo sentido, citam-se: TEPELINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. **Fundamentos do direito civil**. Vol. 3 – Contratos. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 142; SCHREIBER, Anderson. **Manual de direito civil: contemporâneo**. 3. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020, p. 715.

Com relação aos pressupostos indicados nos itens (i) e (ii) acima não há maiores dúvidas. É necessária a identificação de um intervalo de tempo entre a celebração do contrato e a efetiva produção de seus efeitos para que, então, nesse interim, possa ser verificada alguma alteração relevante nas circunstâncias inicialmente acordadas – daí a referência expressa a contratos de execução diferida ou continuada⁵⁴. Aliado ao lapso temporal, encontra-se a necessidade de haver uma onerosidade que decorra da álea extraordinária do contrato – isto é, o evento deve ser imprevisível e extraordinário, não guardando qualquer relação com a álea normal (risco) daquele tipo de contrato⁵⁵⁻⁵⁶. Os eventos devem ser imprevisíveis, ou seja, fora do alcance da imaginação das partes no momento da celebração do contrato. Dessa forma, eventos e riscos decorrentes de eventos que tenham sido implícita ou explicitamente assumidos pelas partes não podem ser invocados para aplicação da teoria da onerosidade excessiva.

Com relação aos itens (iii) e (iv), como já ressaltado, a “*onerosidade produzida deve ser excessiva, o que significa ir além da álea própria do contrato, isto é, dos riscos concretamente assumidos pelas partes no exercício legítimo da autonomia negocial*”⁵⁷⁻⁵⁸. Como a excessiva onerosidade, via de regra, já gera

⁵⁴ “A doutrina brasileira denomina contrato de execução diferida aquele em que “a prestação das partes não se dá de um só jato, porém a termo, não ocorrendo a extinção enquanto não se completar a *solutio*.” SCHREIBER, Anderson. **Equilíbrio contratual e dever de renegociar**. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020, p. 210.

⁵⁵ Interessante notar que, no âmbito dos contratos aleatórios, nos quais a álea se sobrepõe à comutatividade, a onerosidade excessiva somente pode ser considerada se o excesso e o risco não estiverem expressamente previstos no programa contratual. Nesse mesmo sentido: BANDEIRA, Paula Greco. Contratos aleatórios no direito brasileiro. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 256-267; e “Logo, diante de onerosidade excessiva causada por evento superveniente fora da álea objeto do contrato, será o caso de, também por força do princípio do equilíbrio contratual, propiciar a revisão ou a resolução do negócio jurídico.” FAJNGOLD, Leonardo. Desequilíbrio superveniente dos contratos aleatórios: entre a inexecução e a onerosidade excessiva. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (Coord.). **Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios**. Volume I. Rio de Janeiro: Processo, 2020, pp. 699-700.

⁵⁶ “Ao qualificarmos os contratos em que as cláusulas MAC constam, frisamos estarmos a tratar de um contrato de caráter comutativo. A modulação da álea ordinária, por meio de cláusulas MAC, não é capaz, no nosso entendimento, de tornar esse contrato aleatório ou, para o âmbito estrutural do contrato, outra álea.” YAMAJI, Crisleine Barboza. **As previsões contratuais da superveniência de circunstâncias: uma construção teórica à luz das cláusulas *material adverse change***. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Orientador Prof. Cristiano de Sousa Zanetti. Coorientador Prof. Claudio Scognamiglio. São Paulo, 2019, p. 124.

⁵⁷ TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. **Fundamentos do direito civil**. Vol. 3 – Contratos. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 139.

⁵⁸ Nesse sentido, veja-se o Enunciado nº 175 da III Jornada de Direito Civil do Conselho da Justiça Federal: “A menção à imprevisibilidade e à extraordinariedade, insertas no art. 478 do Código Civil, deve ser interpretada não somente em relação ao fato que gere o desequilíbrio, mas também em relação às consequências que ele produz.”

uma extrema vantagem para a contraparte, entende-se que este requisito deve ser mitigado à luz do que dispõe o próprio art. 317 do Código Civil – o qual, por sua vez, faz apenas referência a uma manifesta desproporção entre as prestações. Com relação à necessidade de demonstração plena da extrema vantagem, já há posicionamento firme da doutrina no sentido de que este seria um efeito ou elemento accidental da alteração das circunstâncias, conforme traduzido no Enunciado nº 365 da IV Jornada de Direito Civil⁵⁹.

Feita a análise a respeito dos pressupostos para a aplicação da teoria da excessiva onerosidade, chega-se ao ponto da análise dos seus efeitos. Na leitura fria do Código Civil de 2002 verifica-se claramente que o legislador adotou uma posição extrema de considerar a resolução – extinção do vínculo contratual – como a consequência adequada. De forma complementar e subsidiária, o art. 479 do Código Civil determina que o contrato poderá ser mantido caso haja sua modificação equitativa de modo a reestabelecer o equilíbrio entre as partes, por iniciativa do credor.

Como alternativas para se evitar a resolução do contrato em virtude da excessiva onerosidade a doutrina tem elaborado algumas construções interpretativas. Anderson Schreiber⁶⁰, por exemplo, defende a existência de um dever de renegociação do contrato quando se está diante de um desequilíbrio econômico superveniente. Tal dever decorreria do dever de colaboração entre as partes – anexo à boa-fé objetiva – no sentido de preservar a relação contratual. Além disso, há quem defenda a ideia de uma interpretação sistemática do Código Civil, permitindo a utilização do art. 317 a fim de possibilitar a revisão do contrato afetado pela excessiva onerosidade⁶¹.

⁵⁹ Enunciado nº 365 da IV Jornada de Direito Civil: “A extrema vantagem do art. 478 deve ser interpretada como um elemento accidental da alteração de circunstâncias, que comporta a incidência da resolução ou revisão do negócio por onerosidade excessiva, independentemente de sua demonstração plena.” (Enunciado 365. In: AGUIAR JÚNIOR, Ruy Rosado de (Org.), *Jornadas de direito civil I, II, III e IV: enunciados aprovados*, Brasília: CJF, 2012, p. 57.

⁶⁰ SCHREIBER, Anderson. **Equilíbrio contratual e dever de renegociar**. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020.

⁶¹ “Em que pese a maior compressão à autonomia negocial – já que imporá às partes manterem-se em negócio sob condições diversas daquelas originariamente pactuadas – a revisão mostra-se condizente com o princípio da conservação dos negócios e com a leitura funcional dos contratos, na qual a autonomia somente é protegida se (e na medida em que) merecedora de tutela, à luz da principiologia constitucional. Diferente da redução equitativa, a revisão não demanda consenso entre as partes, bastando pedido de um dos contratantes nesse sentido.” TEPEDINO, Gustavo;

Concorda-se, no entanto, com a posição adotada por Judith Martins-Costa e Paula Costa e Silva⁶², ao reconhecer que há, sim, a possibilidade de revisão contratual⁶³, mesmo nos casos de excessiva onerosidade, mas por conta de fundamentos diversos e não relacionados ao art. 317 do Código Civil, uma vez que este trata de situação diferente⁶⁴. No caso da excessiva onerosidade, a possibilidade de revisão do contrato está expressamente prevista no art. 479 do Código Civil – diante de um pedido de resolução, poderá a parte demandada oferecer a modificação equitativa das condições do contrato.

Importante frisar que, diferentemente do que defende Anderson Schreiber, não haveria, em princípio, um dever de renegociar propriamente dito ou uma faculdade de o devedor poder impor uma renegociação ao credor, o que existe na realidade é que, diante de um pedido de renegociação por uma das partes⁶⁵, passam a dever ser necessariamente observados, daquele momento em diante, os ditames da boa-fé objetiva, dentre os quais estão presentes o dever de colaboração e a solidariedade social entre as partes⁶⁶. Não haveria um dever de renegociar

KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. **Fundamentos do direito civil**, Vol. 3 – Contratos. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 143.

⁶² Ver MARINO, Francisco de Paulo de Crescenzo. **Revisão contratual: onerosidade excessiva e modificação contratual equitativa**. São Paulo: Almedina, 2020.

⁶³ Nesse sentido, veja-se o Enunciado nº 176 da III Jornada de Direito Civil do Conselho da Justiça Federal: “Em atenção ao princípio da conservação dos negócios jurídicos, o art. 478 do Código Civil de 2002 deverá conduzir, sempre que possível, à revisão judicial dos contratos e não à resolução contratual.”

⁶⁴ Veja-se: “Os artigos 478 a 480 do Código Civil – nos quais disciplinadas a resolução e a revisão dos contratos em caso de excessiva onerosidade superveniente não apresentam similares problemas aos derivados do artigo 317. As dificuldades, ali, provêm da própria teoria que lhes sustenta a explicação, a Teoria da Excessiva Onerosidade Superveniente.” MARTINS-COSTA, Judith; COSTA E SILVA, Paula. **Crise e Perturbações no Cumprimento da Prestação**. Estudo de Direito Comparado Luso-Brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 213.

⁶⁵ “Nesse sistema, no âmbito dos contratos sinalagmáticos, a revisão contratual consiste apenas em espécie de mecanismo de defesa do réu com vistas a evitar a resolução do contrato, não podendo ser pedida diretamente pelo autor da ação. A revisão do contrato, nesse contexto, é entendida como poder colocado exclusivamente em favor do réu da ação, não podendo o juiz rever o contrato a pedido do autor e nem muito menos de ofício.” DIAS, Antônio Pedro. A revisão contratual como remédio à excessiva onerosidade. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (Coord.). **Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios**. Volume II. Rio de Janeiro: Processo, 2021, p. 569.

⁶⁶ Veja-se nesse sentido a posição de Judith Martins-Costa: “Conquanto seja pelo mínimo discutível, em face do Direito civil brasileiro, retirar do princípio da boa-fé, diretamente, um dever legal de renegociar – como um dever geral, incidente a quaisquer contratos – é, certo que incide o princípio da boa-fé para *pautar o comportamento* das partes durante uma negociação, quer essa tenha sido prevista *ex ante* no contrato, quer seja motivada pela necessidade de encontrar a melhor acomodação aos mútuos interesses em face da situação de crise causada pela pandemia, quer, enfim, tenha sido procedida em face da oferta equitativa prevista no art. 479 do Código Civil.” MARTINS-COSTA, Judith; COSTA E SILVA, Paula. **Crise e Perturbações no Cumprimento da Prestação**. Estudo de Direito Comparado Luso-Brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 220.

simplesmente pelo fato de que, diante da verificação de uma onerosidade excessiva, podem as partes simplesmente estar de acordo com a resolução do contrato – por ser esta, por vezes, a solução mais adequada para o caso⁶⁷ – sem ter o dever de renegociar o contrato. De forma complementar, conforme defende Judith Martins-Costa, não pode o devedor impor um dever de renegociar ao credor. Nesses casos, entende-se que, o credor poderia resistir à imposição de uma renegociação “obrigatória” pelo devedor, desde que a negativa do credor com relação à renegociação encontre função útil, merecedora de tutela, baseado em comportamento pautado pela boa-fé e, inclusive, se for o caso, com base em disposição contratual.

1.3.3 Caso fortuito e força maior

Por fim, ao tratar da superveniência de eventos extraordinários e incontrolláveis, há de se fazer referência às figuras do caso fortuito e da força maior previstos no art. 393⁶⁸ do Código Civil. Nas palavras de Judith Martins-Costa e Paula Costa e Silva, caso fortuito ou força maior “*engloba os acontecimentos naturais (tempestades, enchentes, pandemias, doenças) e as ações humanas (guerras, assaltos, depredações, imposições da autoridade pública, essas tradicionalmente designadas de fato de príncipe) constitutivas de uma espécie da impossibilidade superveniente de prestar, não imputável ao obrigado*”⁶⁹.

Em linhas gerais, diante da ocorrência de um caso fortuito ou de força maior, o descumprimento advém sem que seja imputável ao devedor – salvo se houver disposição expressa em sentido contrário no próprio contrato. Nesse

⁶⁷ “À base do argumento pelo qual “quem pode o mais (resolver), pode o menos (rever)”, parece estar a percepção de que a resolução representaria, por assim dizer, uma intervenção mais grave na autonomia privada, se comparada à revisão. A despeito da dificuldade de posicionar, em abstrato, a resolução e a revisão em uma espécie de escala gradativa de atentados à vontade das partes, a visão oposta parece perfeitamente sustentável.” MARINO, Francisco de Paulo de Crescenzo. **Revisão contratual:** onerosidade excessiva e modificação contratual equitativa. São Paulo: Almedina, 2020, p. 50-51.

⁶⁸ “**Art. 393.** O devedor não responde pelos prejuízos resultantes de caso fortuito ou força maior, se expressamente não se houver por eles responsabilizado.”

⁶⁹ MARTINS-COSTA, Judith; COSTA E SILVA, Paula. **Crise e Perturbações no Cumprimento da Prestação.** Estudo de Direito Comparado Luso-Brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p 116.

sentido, resolve-se, extingue-se a relação contratual, após a identificação e verificação do evento considerado como fortuito ou força maior.

Destaque-se que o caso fortuito e a força maior⁷⁰ são exemplos claros de exclusão de responsabilidade, uma vez que estão relacionados a determinados fatos ou eventos, naturais ou humanos, que são irresistíveis e invencíveis às partes⁷¹. Nesse sentido, seria, portanto, injusto e irrazoável responsabilizar qualquer das partes por danos oriundos de um evento caracterizado como força maior ou fortuito. Nos termos do art. 393 do Código Civil verifica-se que há basicamente dois requisitos para a caracterização da força maior e do fortuito, quais sejam a necessariedade e a inevitabilidade do fato. Assim, o acontecimento – extraordinário e/ou imprevisível – deve necessariamente ter causado um dano e, além disso, o acontecimento do evento e/ou a produção dos efeitos dele decorrentes devem ser inevitáveis⁷². Daí depreende-se que não há fortuito ou força maior caso haja um acontecimento gravíssimo e extraordinário, mas não se verifique qualquer dano e/ou caso tal evento ou seus efeitos pudessem ser evitados pela parte afetada.

A intenção não é alongar-se no instituto, mas é importante ressaltar que o parágrafo único do art. 393 do Código Civil autoriza expressamente que as partes, no exercício da autonomia privada, distribuam os riscos advindos de caso fortuito ou força maior no contrato. Em outras palavras, admite-se a contratualização do

⁷⁰ Entende-se desnecessário tratar de distinguir a força maior e o fortuito. Nessa linha: “Já de início, como consagrado na doutrina amplamente majoritária, revela-se desnecessário o esforço doutrinário por distinguir entre o caso fortuito e a força maior: ambos recebem idêntico tratamento legal, com os mesmos requisitos e a produção do mesmo efeito, qual seja, a isenção de responsabilidade do devedor. O fundamento desse efeito se encontra na exclusão do nexo de causalidade entre a conduta do devedor e a frustração da relação obrigacional: o fortuito tem o condão de causar, por si só, o prejuízo sofrido pelo credor, independentemente, de qualquer contribuição causal por parte do devedor.” KONDER, Carlos Nelson; KONDER, Cíntia Munis de Souza. A contratualização do fortuito: reflexões sobre a alocação negocial do risco de força maior. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (Coord.). **Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios**. Volume II. Rio de Janeiro: Processo, 2021, p. 42-43.

⁷¹ KONDER, Carlos Nelson; KONDER, Cíntia Munis de Souza. A contratualização do fortuito: reflexões sobre a alocação negocial do risco de força maior. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (Coord.). Op.cit., p. 41.

⁷² Nesse mesmo sentido, Caio Mário da Silva Pereira: “Desta noção, decorrem os seus requisitos: 1) *Necessariedade*, pois não é qualquer acontecimento, por mais grave e ponderável, que libera o devedor, porém aquele que leva obrigatoriamente ao ato danoso. 2) *Inevitabilidade*. Para que se exima o agente, é mister que o evento não possa ser impedido nos seus efeitos. Alguns autores acrescentam ainda a *imprevisibilidade*.” PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade Civil**. Atualizador: Gustavo Tepedino. 10ª edição. Rio de Janeiro: GZ Ed., 2012, p. 399.

caso fortuito e da força maior. Nesse sentido, Carlos Nelson Konder e Cíntia Muniz de Sousa Konder afirmam:

Podem os contratantes, no exercício legítimo de sua autonomia negocial, modificar o quadro normativo do fortuito desenhado pelo legislador. Não havendo partes vulneráveis, é possível a alteração das hipóteses de isenção e de assunção de responsabilidade, com a distribuição dos riscos por meio das cláusulas contratuais. Constrói-se, assim, a delicada alocação de riscos contratuais que configura o equilíbrio contratual, a ser tutelado como expressão da liberdade de contratar. Isso pode ocorrer expressamente, por meio da ampliação das excludentes do dever de indenizar, como, por exemplo, pelos chamados “fortuitos equiparados”, ou por sua restrição, com a assunção contratual dos riscos.⁷³

Esse é um ponto importante. Nota-se que, nesse aspecto, a cláusula MAC pode aparecer como mecanismo para atribuir expressamente às partes o risco do caso fortuito ou força maior – normalmente ao comprador em uma operação de M&A –, por meio de sua previsão expressa dentro dos *carve-outs* da cláusula, como se verá mais adiante neste trabalho. Os *carve-outs* são exemplos de eventos que não deverão, em hipótese alguma, ser considerados como um evento MAC e, portanto, não podem ser utilizados para acionar a cláusula e seus efeitos.

Nessa linha, o comum da prática de mercado é excetuar do conceito de evento MAC eventos naturais ou extraordinários (pandemias, guerras, atos terroristas) e que, portanto, representariam riscos assumidos expressamente por determinada parte. Parece-nos claro que, em alguma medida, trata-se justamente da contratualização do caso fortuito e da força maior, conforme autorizado pelo parágrafo único do art. 393 do Código Civil. Nesse espectro, caberá analisar se, no caso concreto e naquele determinado contrato, a alocação de riscos entre as partes – por meio da contratualização do fortuito e da força maior – é merecedora de tutela jurídica tendo em vista a função por ela desempenhada no programa contratual.

1.4 Funções da Cláusula MAC

⁷³ KONDER, Carlos Nelson; KONDER, Cíntia Muniz de Souza. A contratualização do fortuito: reflexões sobre a alocação negocial do risco de força maior. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (Coord.). **Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios**. Volume II. Rio de Janeiro: Processo, 2021, p. 56.

Considerando o exposto até este momento, verifica-se que a cláusula MAC é um instrumento bastante eficiente de alocação dos riscos contratuais. Para Anderson Schreiber, a cláusula MAC é um exemplo clássico de dispositivo que trata da distribuição convencional dos riscos decorrentes do desequilíbrio contratual superveniente⁷⁴. Concorde-se com tal afirmação, pois a preocupação original da MAC é com relação à gestão dos riscos decorrentes de alterações substanciais nas bases comerciais e econômicas daquela relação ou na capacidade financeira de uma das partes ocorridas após a celebração do contrato⁷⁵.

Apesar de a cláusula MAC, *a priori*, poder ser utilizada em qualquer relação contratual, no mercado internacional e na realidade econômica, ela costuma aparecer principalmente em contratos de compra e venda de ativos e participações societárias, as chamadas operações de M&A⁷⁶.

Como já mencionado, nos contratos de M&A é muito comum que as partes estabeleçam dois momentos diferentes para a implementação da operação, quais sejam o momento do *signing* e, posteriormente, o *closing*. Surge, então, um lapso temporal em que mudanças e alterações das bases originais podem (e costumam) ocorrer.

*The problem of deal risk in business combinations is a special case of well-known problem in the law of contracts – the problem of delayed performance. When an agreement is struck at one time but performance by one or both parties occurs only later, intervening event may affect a party's willingness to complete the deal. Hence, the parties to the agreement must face the problem of allocating between them risks that may materialize during the interim period.*⁷⁷

⁷⁴ “Também no segundo grupo [cláusulas que dependem da participação das partes para a deflagração da sua eficácia] inserem-se as chamadas cláusulas MAC e MAE, que têm se tornado frequentes em contratos interempresariais brasileiros, por força da influência advinda da prática contratual norte-americana – tais siglas designando, respectivamente, uma material adverse change (mudança adversa substancial) ou um material adverse effect (efeito adverso substancial) —, as quais autorizam que o contratante prejudicado, diante de certa espécie de evento, deflagre a resolução do contrato ou um processo de renegociação destinado à sua revisão”. SCHREIBER, Anderson. **Equilíbrio contratual e dever de renegociar**. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020. p. 405.

⁷⁵ “Material adverse effect (“MAE”) clauses in business combination agreements are used to allocate risks related to the seller’s business arising between signing and closing, that is, between the time the parties enter into the agreement and the time the acquirer pays the purchase price and the ownership of the subject business change hands.” MILLER, Robert T. Material Adverse Effect Clauses and the COVID-19 Pandemic. **University of Iowa, Legal Studies Research Paper**, number 2020-21, September 2020. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3603055>. Acesso em: 30 abr. 2023, p. 1.

⁷⁶ Para fins deste trabalho, como já alertado, buscamos nos restringir à análise da cláusula MAC em operações de M&A.

⁷⁷ MILLER, Robert T. The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements. **William & Mary Law Review**, v. 50, 2009, p. 2015.

A cláusula MAC aparece, portanto, como forte instrumento de proteção e alocação dos riscos contratuais justamente nesse período/lapso temporal em que se aguarda algum evento para seguir com a efetiva implementação da operação⁷⁸. A ideia é justamente preservar as condições econômicas e financeiras básicas da operação e, em última análise, o valor do próprio objeto da negociação, que é a companhia ou sociedade-alvo⁷⁹.

Dessa maneira, pode-se dizer que nas operações de M&A o objetivo da cláusula MAC é, por meio da alocação de riscos, lidar com a hipótese da ocorrência de certos eventos, a priori, extraordinários ou que fogem ao controle imediato das partes que possam prejudicar substancialmente as condições econômico-financeiras básicas de uma operação ou a capacidade comercial da companhia-alvo. No entanto, como se verá mais adiante, não são quaisquer eventos ou quaisquer mudanças que autorizariam a alegação da ocorrência de um evento MAC.

De modo geral, para fins da análise da cláusula MAC, pode-se separar os chamados eventos imprevisíveis em três grandes grupos⁸⁰: (i) o primeiro trata de eventos imprevisíveis relacionados à própria companhia, ou seja, eventos que afetam diretamente a situação econômico-financeira da companhia ou até mesmo o desenvolvimento de seus negócios (questões comerciais e operacionais); (ii) o segundo trata de eventos macroeconômicos, ligados a alterações na economia em geral ou no setor da indústria específico em que as partes estão inseridas; e, por

Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1375143>. Acesso em: 20 jan. 2023.

⁷⁸ “A cláusula MAC é um dispositivo comumente encontrado em contratos de M&A – seja em contratos de compra e venda de participação ou de ativos – que permite ao comprador deixar de fechar uma operação caso determinadas situações adversas relacionadas à sociedade-alvo se verifiquem, sem, contudo, permitir que o contrato seja rescindido por mera mudança de humor. Trata-se, como já dito, de um mecanismo de alocação de risco entre comprador e vendedor e, por isso, objeto de ampla negociação”. GUIMARÃES, Helena; FUCCI, Ana Luisa. Uma Análise do Conceito de Material Adverse Change em Tempos de Pandemia. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (orgs.). **Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020, p. 282.

⁷⁹ Nas operações de financiamento estruturado (*Project Finance*), a cláusula MAC aparece de forma diferente, isto é, identifica-se mais como um instrumento de preservação de um risco de crédito mínimo por parte do agente financiador. Nesses casos, os recursos objeto do mútuo já foram, na maioria das vezes, desembolsados pelo mutuante e recebidos pelo mutuário. Portanto, o que passa a ser a preocupação central nesse tipo de contratos é a devolução dos recursos emprestados (somados aos juros e demais encargos porventura ajustados entre as partes). Nesse sentido, a cláusula MAC costuma aparecer como um *event of default*, ou seja, um evento que, se verificado, permitiria ao mutuante exigir o vencimento antecipado da dívida como um todo.

⁸⁰ SACHS, Klaus. Fast-Track Arbitration Agreements of MAC Clauses. **Revista de Arbitragem e Mediação**. Vol. 31/2011, p. 38.

fim, (iii) o terceiro grupo trata de eventos extraordinários, como guerras, calamidades, atos terroristas, desastres naturais.

Nesse momento destaca-se o primeiro grupo de eventos mencionado acima, pois normalmente são esses eventos que são objeto de tratamento por parte da cláusula MAC. Mais uma vez faz-se a relação aqui com a origem da cláusula MAC, reforçando o interesse final na situação comercial e financeira específica das partes e sua capacidade econômica perante as obrigações assumidas contratualmente.

Dito isso, passa-se à análise da real função da cláusula MAC. Em linhas gerais, a MAC concede e possibilita às partes de determinado contrato o direito de desfazer o contrato e dar como terminada aquela relação contratual diante da ocorrência de um evento classificado como MAC pelo próprio contrato. É o chamado *walk away right* ou simplesmente o “direito de se retirar”⁸¹.

Nas operações de M&A essa previsão é bastante comum, isto é, ter uma cláusula que permita ao comprador desistir da operação se, entre a assinatura e o fechamento do contrato, é verificado um evento classificado como MAC pelo próprio contrato. Como já se ressaltou, o mais comum na prática contratual, é a previsão desse *walk away right*, no entanto, em algumas situações (excepcionais) as partes estabeleçam a possibilidade de revisão ou renegociação do contrato diante da ocorrência de um evento MAC.

Para além da abordagem mais teórica e conceitual da cláusula MAC, é importante, também, analisar as diferentes perspectivas sobre a cláusula MAC sob a óptica do comprador e do vendedor em uma operação de M&A. Aqui reforça-se

⁸¹ “La cláusula de cambio material adverso (en adelante, denominada simplemente como cláusula “MAC”) es un mecanismo más del que se valen las partes para atribuir riesgos. Conceptualmente, se trata de una previsión contractual que tiene la finalidad de excluir o mitigar los efectos negativos de una potencial modificación sustancial en el escenario o la situación (comercial, financiera, jurídica, etc.) en la que la empresa se encontraba a la fecha de la celebración del contrato. (...) La función principal de la cláusula MAC es conceder a las partes el derecho de extinguir el contrato (lo que, en la práctica anglosajona, se acostumbra denominar *walk away right*). Se trata, pues, de una atribución de riesgo antes del cierre, la cual se utiliza en los contratos de ejecución diferida. En otras palabras, en caso de que se constate la ocurrencia del acto o hecho, anterior al cierre, capaz de generar un MAC, se faculta a una o más partes para rescindir el contrato. La definición de lo que constituye un acto o hecho que puede generar un MAC, es una tarea de las más relevantes y que, no por casualidad, consume un tiempo sustancial en la negociación de contratos”. NOVAIS, Raquel et al., Capítulo X. Los Desafíos de Importar Conceptos del Derecho Anglosajón en los Contratos de M&A Regidos por la Legislación Brasileña. In: COAGUILA, Carlos Alberto Soto Coaguila. **Fusiones & Adquisiciones**. Lima, Perú: Instituto Pacífico S.A.C, 2015. p. 202.

que as referências, para fins deste trabalho, são direcionadas, principalmente, às operações de M&A, de modo a tentar facilitar a compreensão do tema.

Do ponto de vista do vendedor, a previsão de uma cláusula MAC reduz as incertezas sobre o negócio jurídico celebrado, uma vez que fica claro, desde o primeiro momento, quais seriam as situações consideradas como eventos MAC e que poderiam, portanto, dar ensejo a um possível desfazimento do negócio por iniciativa da outra parte. As partes já estão plenamente conscientes sobre essa possibilidade desde a assinatura do contrato, pois com isso concordaram e, portanto, não há espaço para o “fator surpresa”. De igual forma, a cláusula MAC funciona para efetivamente limitar e restringir os eventos futuros e incertos que poderiam acarretar a não consumação daquela operação.

É importante ressaltar que a eventual ocorrência de um evento MAC e consequente ativação da respectiva cláusula em operações de M&A pode ter efeitos catastróficos para o vendedor. Nas transações de M&A o desfazimento do negócio em razão de uma cláusula MAC certamente acarretaria uma redução no valor de mercado do ativo, o que poderia agravar a situação financeira da companhia⁸².

Passando para a lógica do comprador, a cláusula MAC permite que o negócio jurídico seja desfeito em caso de verificação de um evento MAC, ou seja, é um mecanismo de forte proteção para o caso de mudanças extremas nas condições econômicas daquele negócio. Dessa forma, é um mecanismo de redução dos riscos decorrentes de eventual alteração substancial na companhia-alvo, do ativo-alvo ou do vendedor.

Supondo-se que não houvesse cláusula MAC prevista no contrato, o comprador poderia se ver diante de uma situação em que, por exemplo, teria de efetivar a compra de uma companhia em dificuldades extremas ou até mesmo de uma companhia na qual não possuía mais interesse, ou tentar recorrer ao

⁸² “Seu pressuposto [da cláusula MAC] está em que a determinação o preço e o consentimento para a realização do negócio tiveram em vista premissas econômico-financeiras que, se modificadas substancialmente, poderiam afetar a intenção das partes de realizar o negócio ou diminuir-lhe o preço. Assim, por via da eficácia dessas cláusulas, permite-se à parte a quem a cláusula beneficia liberar-se de um contrato cuja rentabilidade econômica não é a esperada em razão de eventos que afetem a sociedade-alvo (*target*).” MARTINS-COSTA, Judith; COSTA E SILVA, Paula. **Crise e Perturbações no Cumprimento da Prestação**. Estudo de Direito Comparado Luso-Brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p 127-128.

Judiciário⁸³. Nos Estados Unidos, poderia o comprador tentar a aplicação da *frustration doctrine* (como mencionada brevemente no início do capítulo) – apesar das chances de êxito serem remotíssimas. Por outro lado, no Brasil, esse comprador insatisfeito, na ausência de uma cláusula MAC, poderia tentar recorrer ao Judiciário para perseguir a tutela legal para a resolução (ou ao menos revisão do contrato), com base na teoria da imprevisão e/ou da onerosidade excessiva. Para tanto, seria necessário enquadrar o evento extraordinário e os seus efeitos nos pressupostos legais existentes nos arts. 317 e 478 do Código Civil.

Além dos efeitos internos que a aplicação de uma cláusula MAC pode ter para o comprador e o vendedor em uma operação de M&A é interessante mencionar também os efeitos externos que podem ser verificados. Como um bom exemplo, pode-se citar a operação de compra (fusão) do Merrill Lynch pelo Bank of America, cujo contrato principal foi assinado pelas partes no final do ano de 2007. Nesse caso específico, entre a assinatura e o efetivo *closing* da operação houve o desencadeamento da grande crise financeira de 2008, de escala global e que levou grandes bancos internacionais (como o Lehman Brothers) à falência. Sem entrar nos pormenores do caso e nos detalhes do contrato em si, à época houve um consenso de que, se assim o desejasse, o Bank of America teria motivos e fundamentos suficientes para defender a aplicação da cláusula MAC (em decorrência da crise) e, portanto, desistir da operação como um todo em meio ao caos econômico que havia se instaurado. No entanto, naquela oportunidade, os administradores do Bank of America (notadamente o CEO, Ken Lewis) foram pressionados pelo próprio governo americano a não utilizarem a cláusula MAC⁸⁴,

⁸³ “Caso o contrato não contemple expressamente essa cláusula [MAC], 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, segundo o qual, “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”. COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. **Fusões e aquisições**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016. p. 297.

⁸⁴ “(...) The government was pushing Ken Lewis [CEO do Bank of America] hard to consummate the transaction for the good of the country and the global economy. A termination of the deal and subsequent failure of Merrill would be another surprise to an already tumultuous market and potentially bring the global economy down even further. The U.S. government argued that, by default, this would have a severe impact on BofA’s operations. Therefore, to save the country, the global economy, and his own bank, Ken Lewis had to close the transaction. (...) The failure to invoke the MAC and back away from this deal ultimately cost Lewis his job. In early 2009, the 2008 fourth-quarter losses for Merrill became public knowledge. The large bonuses owed to Merrill executives, despite the horrible financial results, became apparent. The

pois o desfazimento da operação traria consequências ainda mais negativas para um mercado que já estava passando por uma forte turbulência – o eventual anúncio de um MAC na operação entre dois dos maiores bancos do mercado americano poderia definitivamente afundar a economia do país.

No final das contas, o Bank of America decidiu seguir com o fechamento e implementação da operação. Assim, fica evidente que, ao se estar diante da possibilidade da invocação de uma cláusula MAC e a depender do nível de complexidade da operação, não é suficiente a análise apenas do ponto de vista do comprador/vendedor, mas também dos aspectos macro do negócio e dos efeitos que podem ser gerados a terceiros ou ao sistema como um todo.

Considerando o acima exposto, concorda-se com Crisleine Yamaji⁸⁵, ao afirmar que a cláusula MAC possui três funções principais e, a nosso ver, uma subsidiária, quais sejam, (i) extinção do vínculo contratual; (ii) alocação de riscos contratuais; (iii) informação; e (iv) renegociação (função subsidiária), conforme abaixo:

- (i) Extinção do vínculo contratual: trata-se da função essencial da cláusula MAC, isto é, diante de uma alteração econômica decorrente de um evento extraordinário (evento MAC), as partes podem pleitear o término do contrato⁸⁶. Note-se que a extinção do vínculo não encontra causa no mero

government's financial support to the deal became public. Shareholders were furious that they did not know about any of these events when they were asked to approve the merger. They were extremely upset that Lewis moved forward on a deal that they believed was not in the best interests of their company. The BofA/Merrill acquisition is a classic example of a deal where the MAC could have been invoked and the deal terminated. But this was not done for some very understandable reasons.” STEFANOWSKI, Robert. **Material adverse change: lessons from failed M&As**. Estados Unidos da América: New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2018, p. 109-110.

⁸⁵ YAMAJI, Crisleine Barboza. **As previsões contratuais da superveniência de circunstâncias**: uma construção teórica à luz das cláusulas *material adverse change*. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Orientador Prof. Cristiano de Sousa Zanetti. Coorientador Prof. Claudio Scognamiglio. São Paulo, 2019.

⁸⁶ Sobre essa função específica, cita-se Crisleine Yamaji: “A função extintiva pela qual essas cláusulas são reconhecidas é formalizada por figuras jurídicas diversas: condição suspensiva potestativa – em relação à qual a parte pode escolher, diante da ocorrência de circunstâncias previamente previstas, não deixar o contrato surtir efeitos; condição resolutiva potestativa – segundo a qual, em face da ocorrência de determinadas circunstâncias previamente previstas, a parte pode escolher extinguir o vínculo contratual, vencimento antecipado ou hipótese de resolução contratual – com respeito a um inadimplemento contratual e hipótese de resilição unilateral – ocorrência de um caso fortuito, por exemplo, que leve à escolha da parte pela extinção do contrato”. YAMAJI, Crisleine Barboza. **As previsões contratuais da superveniência de circunstâncias**: uma construção teórica à luz das cláusulas *material adverse change*. Tese de

arrependimento de uma das partes com relação à concretização do negócio – e nem sequer no inadimplemento de alguma obrigação.

(ii) Alocação de riscos contratuais: como já explorado acima, a cláusula MAC trata da alocação de riscos trazendo eventos, a priori, extraordinários e (im)previsíveis de forma expressa para dentro do programa contratual⁸⁷, prevendo, desde logo, efeitos específicos para o caso da verificação ou ocorrência do evento classificado como MAC.

(iii) Informação: a inclusão de uma cláusula MAC no contrato acaba sendo uma expressão do dever de diligência e da boa-fé objetiva das partes envolvidas. Ao trazer a cláusula para dentro do contrato, as partes, de certa forma, ficam obrigadas a revelar informações sensíveis umas para as outras, de modo a evitar que, desde o primeiro dia após a assinatura do contrato, já haja a verificação de um evento MAC. Em outras palavras, as partes ficam “constrangidas” a divulgar o maior nível de informação que possuem ao seu dispor⁸⁸.

(iv) Renegociação: apesar de não ser o fim precipuamente almejado pela cláusula MAC, é possível que haja a previsão do dever de renegociação entre as partes diante da ocorrência de um evento MAC – caso em que se aproxima de uma cláusula de *hardship*⁸⁹. No entanto, ainda que não haja tal previsão de renegociação, a ocorrência de um evento MAC pode levar as partes a, de comum acordo e de boa-fé, chegarem a um novo consenso sobre

Doutoramento apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Orientador Prof. Cristiano de Sousa Zanetti. Coorientador Prof. Claudio Scognamiglio. São Paulo, 2019, p. 88.

⁸⁷ “A alocação de riscos é feita para que a relação jurídica seja extinta, caso materializado um risco previsto no programa contratual, cujos efeitos não sejam excluídos expressamente, em detrimento de um possível adimplemento da prestação. Assim, se o risco se encontra incluído na cláusula, poderá a parte se liberar da obrigação, sem cumpri-la; se se encontra expressamente excluído, deverá pagar o preço e consumir a operação econômica.” YAMAJI, Crisleine Barboza. Op.cit., p. 90.

⁸⁸ Fica nítida nesse sentido a influência da *common law*. Veja-se sobre este ponto: YAMAJI, Crisleine Barboza. Op.cit.

⁸⁹ “Situações de *hardship* são previstas, em cláusulas contratuais, como causa do dever, atribuído às partes, de alterar o pactuado para minimizar a situação aflitiva que, por foça do *hardship*, atingiu um ou ambos os contraentes, vindo a causar uma “disrupção fundamental” do equilíbrio contratual. Por esta razão, a doutrina define a cláusula de *hardship* como a cláusula cuja eficácia consiste, essencialmente, em provocar uma renegociação do contrato, sempre que a mudança das circunstâncias ocorrer.” MARTINS-COSTA, Judith; COSTA E SILVA, Paula. **Crise e Perturbações no Cumprimento da Prestação**. Estudo de Direito Comparado Luso-Brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020, pp. 79-80.

os termos daquele determinado contrato⁹⁰ ou até mesmo a decidirem pela efetiva extinção do vínculo – não se trata de função excludente àquela mencionada no item (i) acima, mas sim de função complementar, tendo um papel até mesmo preliminar à efetiva rescisão do contrato.

⁹⁰ Nesse sentido, Crisleine Yamaji chama a atenção para o poder de barganha que surge diante da ocorrência de um evento MAC: “A renegociação do contrato acaba sendo, na maior das vezes, expressão do poder de barganha das partes, com menor eficiência do que aquela almejada pelas partes. Nesse caso, o comprador, mesmo com a faculdade atribuída pela cláusula MAC, ainda está interessado em adquirir a participação societária, no caso dessas operações, mas não pelo preço que havia se disposto a pagar, na data de assinatura do contrato. Da mesma forma, o vendedor, que já forneceu informações sensíveis sobre suas atividades, procura evitar os efeitos negativos, inclusive reputacionais, que a aplicação dessa cláusula pode causar à sociedade.” YAMAJI, Crisleine Barboza. *Op.cit.*, p. 90.

CAPÍTULO II – Estrutura da cláusula MAC e sua interação com os institutos de Direito Civil no Brasil

2.1 Estrutura de uma cláusula MAC em operações de M&A e sua relação com o ordenamento jurídico brasileiro

Faz-se relevante destacar e relembrar que a cláusula MAC não encontra previsão legal expressa no ordenamento jurídico brasileiro – trata-se, portanto, de cláusula atípica. Sua existência encontra guarida justamente no âmbito do exercício da autonomia privada das partes, especificamente com base no disposto no art. 425 do Código Civil⁹¹⁻⁹².

Assim, não encontrando vedação legal expressa e estando no âmbito do exercício da autonomia privada das partes, sustenta-se que a cláusula MAC é plenamente aceitável e aplicável dentro do sistema jurídico brasileiro. De toda forma, é importante atentar-se em alguns aspectos mais específicos, sobretudo com relação (i) à estrutura por ela adotada dentro dos contratos de M&A; e (ii) a sua qualificação e aos efeitos por ela pretendidos, temas que serão abordados e debatidos neste capítulo.

No Brasil há pouquíssima jurisprudência sobre o assunto e isso se deve, majoritariamente, ao fato de que essas cláusulas normalmente estão inseridas em contratos complexos que contam com cláusulas compromissórias. Assim sendo, no Brasil, a maioria das discussões sobre o tema são confidenciais, pois estão sujeitas a procedimentos arbitrais⁹³ e, nas raras hipóteses em que se discute o

⁹¹ “Nesse sentido, as partes podem inserir no contrato, com base no permissivo contido no artigo 425 do Código Civil, cláusulas de salvaguarda – tais como as chamadas cláusulas MAC – *Material Adverse Change* e MAE – *Material Adverse Effect*, comuns em contratos que tenham por objeto a compra e venda de títulos e valores mobiliários – bem como prever, no caso de contratos preliminares, cláusula de arrependimento, conforme permite o artigo 463 do Código Civil”. EIZIRIK, Nelson. *Direito Societário – Estudos e Pareceres. Notas sobre a Revisão dos Contratos*, São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 730.

⁹² **Art. 425.** É lícito às partes estipular contratos atípicos, observadas as normas gerais fixadas neste Código.

⁹³ “A inexistência de precedentes no Brasil, somada à preferência em operações de M&A por submeter eventuais disputas à arbitragem (i.e., método de solução de controvérsias de caráter confidencial, cujas decisões ficam circunscritas aos envolvidos na demanda) e a ínfima produção doutrinária nesse sentido são incentivos para a construção de uma prática pouquíssimo usual em operações internacionais: a objetivação do conceito de MAE como forma de tentar afastar ou, pelo menos, reduzir a interferência dos julgadores na definição de critérios abertos e subjetivos”.

tema, na realidade, as disputas concentram-se na análise da aplicabilidade ou não da teoria da imprevisão e da onerosidade excessiva⁹⁴.

Após a análise mais abrangente da cláusula MAC, é de suma importância mencionar como se dá sua efetiva estruturação no âmbito dos contratos que regem as operações de M&A. Para tanto, utilizar-se-á como base o esquema contratual que usualmente é visto em tais operações, em especial, nos contratos de execução diferida (com *signing* e *closing*).

Aqui é importante registrar breve esclarecimento a respeito do termo “cláusula” MAC, pois quando se refere a “cláusula”, o mais técnico e correto seria interpretá-la no sentido de que se está abordando um dispositivo único e específico. No caso da MAC, entende-se que o mais correto seria utilizar instrumento ou mecanismo contratual, uma vez que, como se verá em seguida, tal funcionalização se irradia no contrato como um todo⁹⁵.

É relevante destacar que os contratos de M&A são internacionalmente conhecidos por conter conjuntos de cláusulas “imprescindíveis” – os chamados “*building blocks*”⁹⁶ – dentro de sua estrutura, quais sejam, as cláusulas de (a)

NARITOMI, Sabrina; ALMEIDA, Manoela Pentead de. Efeitos da Pandemia de Covid-19 nos Contratos de M&A. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (orgs.). **Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020, p. 304-305.

⁹⁴ Veja-se o seguinte precedente, a título de exemplo: TJSP, AC nº 317.320.4/1-00, 3ª Câmara de Direito Privado, Rel. Des. Eduardo Braga, j. 22/05/2007. No precedente citado, a autora alegava, em termos gerais, a nulidade das cláusulas contratuais que atrelavam a correção dos pagamentos devidos em razão da aquisição de participação acionária ao câmbio do dólar e, consequentemente, a revisão do contrato tendo em vista o rompimento da base do negócio (rompimento da equivalência das prestações). O TJSP negou provimento ao pleito da autora argumentando basicamente que (i) a indexação ao dólar é plenamente admitida pela legislação brasileira, (ii) a autora tinha mecanismos contratuais que a permitiam desistir do negócio (a depender de realização de auditoria, por exemplo), e (iii) a autora estava assessorada por advogados e por profissionais da área contábil e financeira. O relator menciona, ainda, de forma expressa, que não se trata de hipótese de aplicação da teoria da imprevisão.

⁹⁵ “Cláusulas MAC, todavia, subvertem a lógica da unidade elementar autônoma, inovam na mistura de proposições e disposições, e não se encaixam nos novos modos e apreciar cláusulas contratuais pela doutrina. E, ainda que sejam tratadas como cláusulas, parecem mesmo não uma, mas um conjunto de cláusulas disfarçadas de definição, em que o essencial é a previsão da alteração material adversa enquanto fato hipotético e a prescrição de efeitos extintivos ou reparatórios enquanto preceito.” YAMAJI, Crisleine Barboza. **As previsões contratuais da superveniência de circunstâncias: uma construção teórica à luz das cláusulas *material adverse change***. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Orientador Prof. Cristiano de Sousa Zanetti. Coorientador Prof. Claudio Scognamiglio. São Paulo, 2019, p. 28.

⁹⁶ Como já alertado neste trabalho, os contratos de M&A originam-se no contexto da *common law* e, portanto, são instrumentos que acabam sendo demasiadamente descritivos e específicos. Nesse sentido, cita-se a seguinte passagem de Charles M. Fox a respeito dos chamados *building blocks*: “Certain categories of provisions serve the same functions, regardless of the type or subject matter

definições, (b) obrigações (*covenants*), (c) condições precedentes (*conditions precedent*), (d) declarações e garantias (*representations & warranties*), e (e) indenização⁹⁷. Nesse espectro, nota-se que são basicamente três os principais momentos ou formas de utilização da cláusula MAC: (i) definição; (ii) declarações e garantias; e (iii) condição precedente⁹⁸.

Para fins de síntese, a definição de MAC ou MAE pode ser utilizada de diferentes formas e, assim como outros institutos mencionados neste trabalho, tem como objetivo reduzir incertezas no período entre o *signing* e o *closing*, em que o comprador não possui ingerência nos negócios da sociedade-alvo ou do ativo⁹⁹. É comum, também, a inclusão da MAC como critério de materialidade em declarações e garantias do vendedor ou da sociedade-alvo, porém a utilização mais recorrente da referida cláusula verifica-se como condição precedente da operação, a qual pretende tutelar o direito do comprador de não consumir a

of the contract. There are referred to here as the *building blocks* of contracts. A lawyer who works with contracts must understand how each of these building blocks works: representations and warranties, covenants, conditions precedent, remedial provisions, definitions. What provisions in a Contract aren't included in these categories? Provisions that set forth what the Contract is *about*, referred to herein as the "operative provisions". For example, the operative provisions of a contract to sell the assets of a business would include a description of the assets, the calculation and method of payment of the purchase price, and the mechanics of transferring the assets. An asset sale contract containing only these operative provisions would be a very short document, legally enforceable, but not addressing many of the other important issues that buyers and sellers care about. What if there were a material problem with the assets that the buyer did not discover until the closing? A contract containing only the operative provisions would require the buyer to purchase the assets notwithstanding the existence of the problem. What if the seller caused damage to the assets or the business prior to closing? Same result. These are the kinds of issues that are addressed in the building block provisions." FOX, Charles M. **Working with Contracts: What Law School Doesn't Teach You**. Second Edition. Second Edition, 2008, p. 8.

⁹⁷ "O contrato de *fusões & aquisições* no Direito estadunidense obedece a uma arquitetura específica, em que o equilíbrio entre os interesses dos vendedores e os dos compradores resulta de interações relativamente sutis entre as seções de cláusulas de condições ("conditions"), obrigações de fazer e não-fazer ("covenants"), declarações e garantias ("representations & warranties") e indenização ("indemnification")." COSTA, Fernanda Mynarski Martins. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 52.

⁹⁸ "As defined in the merger agreement, "MAE" is generally used to qualify representations and warranties made by the parties and is typically also included as a condition to closing. Using the nonoccurrence of an MAE as closing condition permits the buyer to terminate the agreement without penalty upon the occurrence of an MAE." SOMOGIE, Nathan. Failure of a "basic assumption": the emerging standard for excuse under MAE provisions; material adverse effect. **Michigan Law Review**, Vol. 108, No. 1, 2009.

⁹⁹ "In larger M&A deals, there is normally a time period between actual agreement to purchase (*signing*) and the completion of the transaction (*closing*). This time is used to satisfy contingencies such as government approvals for the deal to happen, shareholder consents, employee union agreements, or agreements from other parties who need to consent to the transaction. Once all of these have been satisfied, the buyer and the seller will move forward toward final closing of the transaction. It can take months to close a deal after contracts have been signed. This time between signing and closing is one of the most risky parts of the entire M&A process." STEFANOWSKI, Robert. **Material adverse change: lessons from failed M&As**. Estados Unidos da América: New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2018, p. xiii.

operação pretendida (*i.e.*, de pagar o preço avençado e, como consequência, passar a integrar o quadro societário da sociedade-alvo), em razão da ocorrência de eventos ou efeitos extraordinários, que impactem materialmente e de forma adversa os negócios da sociedade alvo¹⁰⁰.

2.1.1 Cláusula MAC como definição

As definições constituem uma etapa trabalhosa e de extrema relevância no encaminhamento de contratos mais complexos como os de M&A, pois têm o objetivo de definir e conceituar certos termos de forma específica para aquela lógica contratual. Isto é, por meio das definições, as partes dão contornos específicos e limitam, para aquele determinado contrato, a conceituação de certos termos que poderiam ter linguagem aberta ou vaga se utilizados em outro contexto. Em outras palavras, a cláusula de definições representa o dicionário próprio daquele contrato, tendo como função conferir segurança às partes e delimitar a interpretação dos termos ali definidos e que serão utilizados ao longo do instrumento contratual¹⁰¹.

Nesse sentido, é de extrema importância a inclusão da MAC como definição, de modo que as partes possam descrever quais seriam, no entendimento delas, os eventos que, dentro daquela lógica contratual, representariam um evento adverso substancial¹⁰². Percebam que há três elementos essenciais na definição de MAC, quais sejam (a) evento, (b) adverso e (c) substancial¹⁰³.

¹⁰⁰ NARITOMI, Sabrina; ALMEIDA, Manoela Penteado de. Efeitos da Pandemia de Covid-19 nos Contratos de M&A. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (orgs.). **Fusões e aquisições em foco**: uma abordagem multidisciplinar. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020. p. 302-303.

¹⁰¹ “Apesar de existir certo exagero com relação à definição de determinadas expressões, essa cláusula do contrato desempenha a fundamental função de conferir maior segurança quanto à interpretação do negócio, reduzindo a possibilidade de divergência a respeito da extensão ou sentido de determinadas cláusulas.” COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. **Fusões e aquisições**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 283.

¹⁰² “A Material Adverse Effect (“MAE”) provision is a contractual mechanism by which the parties to a merger agreement allocate “interim risk” – the risk of undesirable conditions or events during the interim period between signing and closing. “Material Adverse Effect” is usually a defined term that is used throughout the agreement. The definition of an MAE typically comprises two elements: a general description of the circumstances under which a “material adverse effect” would be recognized, followed by one or more specific “MAE exceptions” (“carve-outs”) that detail events that are expressly excluded from the definition. MAE exceptions often include “disproportionate effects” language that qualifies the carve-outs so that they do not apply to the extent that these events disproportionately affect the acquired company”. SOMOGIE, Nathan.

O elemento “evento” precisa necessariamente ser exemplificado, por isso a importância de as partes realmente acordarem uma lista de eventos. Além disso, lida-se com dois elementos igualmente abertos e subjetivos, “adverso” e “substancial”. Os eventos precisam ser, ao mesmo tempo, significativos e extraordinários. Isso é o que se chama de núcleo da cláusula MAC e é justamente onde reside o seu principal problema¹⁰⁴.

Isso torna-se ainda mais problemático quando há uma definição muito genérica de MAC em que não se conceitua ou limita o que seria adverso ou substancial. Nesses casos, as discussões entre as partes invariavelmente acabarão se concentrando em definir se aquele determinado evento induziu MAC ou não.

E é a própria função das cláusulas MAC o que torna difícil sua utilização prática. A tarefa de cobrir riscos ainda não previstos é complexa e demanda, na maior parte das vezes, a elaboração de uma redação excessivamente ampla. O problema disto, além do evidente desgaste nas negociações, é o aumento da incerteza com respeito a como a cláusula será interpretada por um tribunal competente¹⁰⁵.

Dessa maneira, como recomenda Sérgio Botrel, é aconselhável a inserção do maior grau de objetividade e clareza possível nas definições e termos que serão utilizados no contrato¹⁰⁶, de modo a evitar quaisquer questionamentos com relação, sobretudo, a sua extensão, aplicabilidade e efetividade. Para fins de

Failure of a “basic assumption”: the emerging standard for excuse under MAE provisions; material adverse effect. **Michigan Law Review**, Vol. 108, No. 1, 2009.

¹⁰³ “Una cláusula MAC se compone, como se explica más adelante, de tres elementos, un cambio, que tiene que ser material y que tiene que ser adverso. Ya e puede adelantar que la definición de lo que sea material y lo que sea adverso es una tarea que nunca encontrará una respuesta pacífica, pues ambos términos son por definición lo suficientemente vagos y relativos como para que todos los autores que se han ocupado de estudiar este tema coincidan finalmente en que hay que estar a las circunstancias del caso concreto, pues, obviamente, lo que es material o adverso para un determinado deudor en ciertas circunstancias (de mercado, de su negocio en concreto, de las características de su financiación) no tiene porqué serlo necesariamente para otro”. SECADES, Alberto Manzanares. **Una Aproximación a la Cláusula MAC (Material Adverse Change) en los Contratos de Financiación Sindicada a la Luz de la Jurisprudencia Anglo-Americana**. Espanha: Thomson Reuters (Editorial Aranzadi, SAU), 2016, p. 13-14.

¹⁰⁴ “Considerando que a maior dificuldade das cláusulas MAC reside no seu núcleo essencial, i.e., a definição e interpretação do conceito de alteração material adversa, é aconselhável a indicação pelas partes de parâmetros objetivos para a determinação desta noção”. MARTINS-COSTA, Judith; COSTA E SILVA, Paula. **Crise e Perturbações no Cumprimento da Prestação**. Estudo de Direito Comparado Luso-Brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p. 130.

¹⁰⁵ 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**, a. 12, n. 45, jul./set. 2009, p. 179.

¹⁰⁶ “É bastante frequente, e aconselhável, a tentativa de se inserir o maior grau de objetividade possível nas definições de expressões relevantes utilizadas no contrato. Dentre elas, destacam-se: (...) (iii) *efeito material adverso* – critério para aferição de eventos que possam conferir o exercício de determinadas prerrogativas contratuais, tais como o desfazimento do negócio ou o direito de obter indenização ou reivindicar penalidades previstas no contrato (...)”. COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. **Fusões e aquisições**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 283.

ilustração, veja-se abaixo um exemplo hipotético de definição de MAC ou MAE¹⁰⁷:

“Evento Substancial Adverso” significa com relação a qualquer das Partes ou à Sociedade, qualquer evento ou circunstância que (i) altere ou possa alterar de forma relevante quaisquer de suas condições econômicas, financeiras, operacionais, resultados nas operações, projeções, ativos ou propriedades; e/ou (ii) altere ou possa alterar de forma adversa e relevante sua situação financeira; e/ou (iii) implique na inidoneidade ou condenação da Sociedades ou qualquer membro de sua alta administração, incluindo os diretores estatutários, por violação de qualquer dispositivo de Lei relacionado à prática de condutas indevidas, incluindo, mas não se limitando, as Leis Anticorrupção. Apenas a título de exemplo (e, para que não restem dúvidas, de nenhuma forma restringindo a generalidade do conceito anteriormente definido), “Evento Substancial Adverso” inclui (i) o pedido de autofalência, recuperação judicial deferido pelo juízo competente ou extrajudicial homologado pelo juízo competente, liquidação ou dissolução; (ii) a declaração de falência; (iii) a interdição, suspensão ou impedimento, por Autoridade Governamental, para operar ou desenvolver as suas atividades no Curso Normal dos Negócios; e/ou (iv) imposição por Lei, Ordem administrativa ou judicial que impeça ou restrinja totalmente a condução de suas principais atividades e negócios; e/ou (v) uma Perda (ou mais de uma Perda, consideradas em conjunto) de valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) efetivamente desembolsada ou que seja razoavelmente esperado que possa vir a ser desembolsada¹⁰⁸.

Nota-se que a definição acima mescla termos e expressões genéricos como “altere de forma relevante quaisquer condições econômicas” com requisitos mais objetivos como, por exemplo, a referência a perdas superiores a R\$ 10.000.000,00. Como se verá ainda neste capítulo, é bastante recomendável e importante a inclusão de alguns parâmetros mais objetivos e claros, de modo a trazer uma maior concretude à definição do que seria efetivamente um evento MAC.

2.1.2 Cláusula MAC e declarações e garantias

Em um segundo momento, depara-se com a MAC como parte integrante das chamadas cláusulas de declarações e garantias. Uma breve digressão aqui faz-

¹⁰⁷ Como bem ressalta Andrew Schwartz, “*the contractual definition of “Material Adverse Effect” is often one of the most verbosely defined terms in contemporary merger agreements*”. (SCHWARTZ, Andrew. A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause. **57 UCLA L. Rev.**, 2010, p. 821. Disponível em: <<https://scholar.law.colorado.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1450&context=articles>>. Acesso em: 20 jan. 2023.

¹⁰⁸ Esta definição de Evento Substancial Adverso será utilizada para fins dos demais exemplos de utilização da cláusula MAC em declarações e garantias e como condição precedente nos itens que se seguem.

se importante para tentar explicar, em linhas gerais, o que seriam as cláusulas de declaração e garantias – originárias das chamadas *representations & warranties*¹⁰⁹. Essas cláusulas, em conjunto com a cláusula de indenização, são de suma importância nas operações de M&A.

Como essas operações normalmente envolvem sociedades e ativos muito complexos é natural que se exija do vendedor que faça algumas declarações e preste algumas garantias sobre o ativo ou sobre a companhia, de modo que ele se responsabilize, para fins de indenização, por qualquer erro, omissão ou inverdades referentes ao que ele declarou sobre tal ativo. A ideia aqui é que – além da auditoria que será provavelmente conduzida pelo comprador – o vendedor possa afirmar, por meio de uma declaração contratual, o que há de passivos e obrigações dentro daquele ativo¹¹⁰. Em uma comparação meramente ilustrativa, a quebra da cláusula de declarações e garantias pelo vendedor¹¹¹, é como se fosse a versão convencional do crime de falsidade ideológica – aqui compreendendo-se a declaração falsa –, cuja consequência seria o pagamento de indenização correspondente¹¹².

¹⁰⁹ Muito se discute sobre a diferença efetiva entre *representations* e *warranties*. Giacomo Grezzana trata de resumir da seguinte forma: “O traço característico que diferencia a *warranty* de uma *Representation* é que a *warranty* é sempre uma cláusula contratual e sua violação dá origem a uma pretensão contratual, ao passo que a *misrepresentation* apenas dá lugar ao desfazimento do negócio ou a uma ação de indenização *in tort*. A *Representation* é puramente uma asserção do fato que induz confiança; na *warranty*, a existência ou não existência do fato afirmado se projeta para o futuro, na medida em que a parte assume a responsabilidade em contrato pela afirmação.” GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 46.

¹¹⁰ “(...) merger agreements are heavily negotiated and address a large number of specific risks explicitly. Despite the target’s representations, a rational acquirer may still fear that some unpredictable change or event during the executory period could harm the target’s business, leaving it with an unpleasant obligation to acquire a weakened company.” SCHWARTZ, Andrew. A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause. **57 UCLA L. Rev.**, 2010, p. 819. Disponível em: <<https://scholar.law.colorado.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1450&context=articles>>. Acesso em: 20 jan. 2023.

¹¹¹ “Para evitar que as partes incorram em declarações e garantias falsas e/ou inverídicas – e que, consequentemente, tenham que enfrentar eventuais pedidos de indenização em razão de quebra das declarações e garantias – “a técnica usual é a descrição em anexos que integram o contrato, de exceções às declarações realizadas, v.g., “À exceção do que consta do Anexo 3.1.1, não há ações, processos, investigações ou procedimentos judiciais, administrativos ou arbitrais em andamento, ou instaurados ou iniciados contra os Vendedores e/ou a Companhia que afetem ou possam afetar as atividades da Companhia””. COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. **Fusões e aquisições**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 299.

¹¹² “As *warranties*, contrariamente às *conditions*, são promessas contratuais que, por não tocarem matérias fundamentais ao contrato, não dão ensejo a resolução contratual quando de sua violação, mas apenas a indenização independente de culpa.” GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de**

De forma genérica, as declarações e garantias são mecanismos de contratualização e reflexo das principais informações a respeito, sobretudo, da sociedade ou ativo-alvo e de seu estado no momento da celebração do contrato. Representam disposições por meio das quais o vendedor e a própria sociedade-alvo declaram que possuem todos os ativos, licenças, autorizações necessárias para a condução da atividade empresária, bem como que não encontram qualquer tipo de restrição e/ou ônus pendente sobre os ativos ou a participação societária da sociedade-alvo¹¹³.

Dentre os principais objetivos da cláusula de declarações e garantias, tomando como base lição de Sérgio Botrel¹¹⁴, podem-se destacar os seguintes: (i) servir como componente da formação do preço, haja vista que o teor das declarações e garantias permitem ao comprador estimar o risco da operação; e (ii) servir como elemento de decisão quanto à celebração do contrato¹¹⁵. Além de tais objetivos, no entendimento de Giacomo Grezzana, as cláusulas de declarações e garantias apresentam quatro funções principais¹¹⁶, quais sejam: (i) *assecuratória* – garantem o receptor das declarações contra eventuais superveniências adversas e que não estejam de acordo com o que foi inicialmente declarado; (ii) *conformativa* – conformam a obrigação do declarante, ou seja, especificam as qualidades e características da participação societária objeto da operação; (iii) *informativa* –

Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 44.

¹¹³ Naturalmente, é importante destacar que a cláusula de declarações e garantias normalmente se desdobra em uma série de subcláusulas tratando especificamente de aspectos societários, contratuais, trabalhistas, tributários, cíveis, ambientais, imobiliários, de propriedade intelectual, de seguros, entre outras, a depender do setor da atividade da sociedade-alvo.

¹¹⁴ COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. **Fusões e aquisições**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 298.

¹¹⁵ Nesse mesmo sentido e contextualizando a origem das cláusulas de declarações e garantias, Giacomo Grezzana afirma que: “(...) a cláusula de *representations and warranties* surge no *common law* para conferir proteção ao adquirente do bem contra itens que não seriam tuteláveis, ou o seriam apenas de forma limitada, nos regimes da *misrepresentation* ou da *warranty*. Onde esses institutos não conseguem “entrar”, ou não o conseguem de forma satisfatória, a cláusula de declarações e garantias consegue. Foi para solucionar deficiências – ou melhor, limitações de abrangência dos institutos tradicionais, que as partes começaram a utilizar cláusulas contratuais de declarações e garantias para tutelar em contrato o que não era tutelado fora dele.

A cláusula ora em comento visa equilibrar duas ordens distintas de interesses entre as partes de uma alienação de participação societária. De um lado, visa impor responsabilidade ao alienante por vicissitudes da sociedade-alvo que possam afetar a relação de equivalência entre as ações ou quotas e o seu valor real. Por outro lado, visa oferecer uma via rápida e eficaz para o adquirente obter ressarcimento pelas perdas sofridas, afastando requisitos que de outra forma seriam necessários no regime da *misrepresentation*, como a confiança e a relevância da declaração falsa.” GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 57-58

¹¹⁶ GREZZANA, Giacomo. Op.cit., p. 63 e ss.

funcionam como mecanismo de fluxo de informações; pode-se dizer que traduz o dever de informar entre as partes, considerado como anexo à boa-fé objetiva; e (iv) *probatória* – fazem prova da informação que foi transmitida entre as partes.

Veja-se, agora, como figuram os eventos MAC dentro das cláusulas de declarações e garantias¹¹⁷⁻¹¹⁸. No contexto das declarações e garantias costuma haver uma específica a respeito da situação financeira da companhia e, nesse sentido, a cláusula MAC pode ser inserida como uma declaração autônoma, por exemplo, no sentido de estabelecer que a companhia até a data de suas demonstrações financeiras não verificou qualquer evento que pudesse ser classificado como MAC¹¹⁹. Isso seria uma declaração específica relacionada a eventos MAC.

No entanto, o evento MAC também pode ser utilizado como critério qualificador e de materialidade¹²⁰ das declarações e garantias, ou seja, o vendedor

¹¹⁷ “Em linhas gerais, e em resumo extremo, as disposições dessa seção do instrumento contratual [declarações e garantias] preceituam que a empresa objeto da operação é conduzida de acordo com as exigências legais e com as melhores práticas de mercado, que a empresa adquirida é titular de todos os ativos necessários à condução das atividades sociais, e que a venda das ações ou quotas não encontra restrições de caráter legal ou contratual.” COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. **Fusões e aquisições**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 298.

¹¹⁸ “They [MAC] occur most commonly in representations, where they can be used in two different ways. First, a party can make a representation regarding nonoccurrence of a MAC since a given date. (...) Second, a MAC provision can serve to modify a representation as to some aspect of a party’s operations so as to indicate the absence of any thing leading to a MAC.” ADAMS, Kenneth A. A Legal Usage Analysis of ‘Material Adverse Change’ Provisions. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, v. 10, 2004. Disponível em: <<https://ir.lawnet.fordham.edu/jcfl/vol10/iss1/2>>. Acesso em: 30 abr. 2023, p. 10-11.

¹¹⁹ Aqui inclui-se exemplo hipotético da utilização da cláusula MAC como declaração própria: “**Ausência de Alterações**. (i) a Sociedade (a) tem conduzido os seus Negócios somente no curso regular e habitual, consistente com as melhores práticas passadas, (b) tem operado os seus Negócios de acordo com as Leis aplicáveis, (c) tem preservado de forma consistente com as melhores práticas passadas, boas relações com funcionários, clientes, fornecedores e outras Pessoas que tenham relação com a Sociedade em questão, (d) não hipotecou, empenhou, vendeu, cedeu, arrendou, licenciou ou transferiu quaisquer ativos tangíveis e intangíveis da Sociedade em questão, exceto no Curso Normal de Negócios, de forma consistente com as melhores práticas passadas, e (e) tem mantido inalteradas as suas práticas e políticas financeiras, (ii) **não ocorreu qualquer Evento Substancial Adverso**; e (iii) desde as Demonstrações Financeiras relativas ao exercício social findo em 31 de dezembro de 2022, a Sociedade não realizou qualquer ato que pudesse ser proibido ou se omitiu na prática de qualquer ato que, após a data do presente contrato, fosse exigido.”

¹²⁰ “That is, the condition typically is that the representations and warranties of the target (read without regard to any materiality or MAC qualifications) are true, except for such failures to be true as would not, in the aggregate, amount to a MAC on the target. For convenience and in contradistinction to the MAC Definition and the MAC Representation, I shall call this closing condition the MAC Condition. Because parties intend and courts interpret the MAC Definition to imply a very substantial impairment of the value of the company as a whole, the representations and warranties of the target can be untrue in quite important ways and nevertheless there will be no MAC (...) That is, there will be a MAC Condition in favor of the acquirer, meaning that the acquirer will have no obligation to close unless the target’s representations and warranties are true

declara, por exemplo, que não há, até aquele momento, nenhum processo em andamento envolvendo a sociedade-alvo que possa representar ou vir a representar um evento MAC¹²¹⁻¹²². Ou seja, o vendedor passa a se eximir de qualquer responsabilidade por qualquer processo existente que não seja considerado um MAC. Nesse sentido, o MAC passa a figurar como instrumento em benefício do vendedor, que passa a contar com um certo limite qualificador (*threshold*) para suas declarações.

Nas operações de M&A, as declarações precisam ser corretas e verdadeiras tanto na data de assinatura quanto na data de fechamento do contrato. Assim, ou o vendedor assume, desde já, na data de assinatura, que aquelas declarações e garantias também serão verdadeiras na data do fechamento ou assume a obrigação de atualizá-las em tal data, conforme necessário.

2.1.3 Cláusula MAC como condição precedente

Em terceiro lugar, a cláusula MAC pode ser utilizada como condição precedente para o fechamento da operação – a chamada *bring-down condition*¹²³.

to a MAC, and there will be a MAC Condition in favor of the target, meaning that the target will have no obligation to close unless the acquirer's representations and warranties are true to a MAC". MILLER, Robert T. The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements. **William & Mary Law Review**, v. 50, 2009, p. 2041. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1375143>. Acesso em: 29 jan. 2023.

¹²¹ “A segunda via na qual as cláusulas MAC e MAE podem se apresentar nos contratos de *fusões & aquisições* diz respeito à imposição de um *standard* de *materialidade* especificamente ao conteúdo de outras seções de cláusulas, sobretudo ao das *declarações e garantias*, ou ao das condições de fechamento. Pense-se, *e.g.*, na utilização da expressão “material adverse” na própria cláusula de *declaração & garantia*, estabelecendo um limite para determinar o escopo de revelação ou de conformidade aos riscos associados às mudanças das situações da sociedade-alvo. Assim ocorre, por exemplo quando há *declaração* afirmando que a sociedade-alvo cumpriu com toda a legislação ambiental “exceto no que não implique evento substancial depreciativo (*Material Adverse Event*).” COSTA, Fernanda Mynarski Martins. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 64.

¹²² Nesse sentido, menciona-se outro exemplo hipotético: “Litígios. Não há fatos existentes que não foram divulgados à Compradora que pudesse se esperar que resultassem em qualquer Litígio contra a Sociedade e seus ativos que representem um Efeito Substancial Adverso, ou que pudesse se esperar de forma a questionar ou pretender impedir, proibir, alterar ou atrasar as operações contempladas neste Contrato, ou que de outra forma pudesse afetar os Negócios das Sociedades ou a capacidade dos Vendedores ou dos Acionistas Originais de realizar suas obrigações neste Contrato, ou consumir as operações contempladas no presente ou em outros Documentos da Operação.”

¹²³ “Nowadays, nearly every merger agreement included a MAC clause, which acts as a condition to the acquirer's obligation to close the deal. It conditions the acquirer's duty to close – that is, tender the purchase price – on the target having experienced no material adverse change on its

As condições precedentes (*conditions precedent*¹²⁴) são reunidas, portanto, em uma seção específica do contrato de M&A que contempla todos os atos/situações que deverão ser praticados para que o objeto do contrato seja efetivamente implementado¹²⁵. Em última análise, as condições precedentes são, ao mesmo tempo, a razão de ser e as responsáveis por definir os limites do lapso temporal entre o *signing* e o *closing* da operação; ou seja, estão diretamente ligadas à eficácia do contrato – apesar de, como alerta Sérgio Botrel, não significar que as partes possam denunciar o contrato unilateralmente a qualquer tempo¹²⁶.

Fernanda Martins Costa assevera que “a seção das “conditions” apresenta um papel primordial durante o período intercalar: especifica as exigências que necessariamente devem ser realizadas pelas partes, ou por terceiros, antes do fechamento, para que as “promises” daquelas sejam então exigíveis. Conferem um direito ao comprador, ou ao vendedor (embora no caso do último não tão frequente), de desvinculação contratual (“right to walk away”) se a exigência que lhe beneficiaria não for satisfeita até a data do fechamento”¹²⁷.

Importante mencionar, também, que a doutrina nacional¹²⁸ e estrangeira¹²⁹ estabelece diferentes categorias de condições precedentes, quais sejam: (i)

business or financial condition during the executory period. Hence the MAC clause allows the acquirer to costlessly avoid closing the deal if the target’s business suffers a sufficiently adverse change during the executory period.” SCHWARTZ, Andrew. A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause. **57 UCLA L. Rev.**, 2010, p. 819-820. Disponível em: <<https://scholar.law.colorado.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1450&context=articles>>. Acesso em: 20 jan. 2023.

¹²⁴ “For each party, the agreement specifies a set of conditions precedent, the joint satisfaction or waiver of which is necessary and sufficient for the party to have a legal obligation to close the transaction, such as obtaining shareholder votes and required governmental approvals.” MILLER, Robert T. The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements. **William & Mary Law Review**, v. 50, 2009, p. 2039. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1375143>. Acesso em: 20 jan. 2023.

¹²⁵ “O instrumento contratual contempla, nesses casos, uma seção reservada para a descrição dos atos que deverão ser praticados para que o contrato surta efeitos. A liberdade para convencionar as condições de fechamento do negócio é ampla, devendo-se observar, no entanto, os preceitos dos arts. 122 e 123 do Código Civil.” COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. **Fusões e aquisições**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 294.

¹²⁶ “Observa-se que as condições para fechamento não estão relacionadas diretamente à validade do contrato, mas à sua eficácia, i.e., enquanto não verificados todos os eventos enumerados como condição, o contrato não gera os efeitos pretendidos pelas partes. Mas é de fundamental relevância esclarecer que o fato de o contrato estar subordinado a uma condição suspensiva não confere às partes o direito de denunciarem, unilateralmente, o negócio jurídico – que é irrevogável e irreatável, salvo estipulação em contrário.” COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. **Fusões e aquisições**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 295.

¹²⁷ COSTA, Fernanda Mynarski Martins. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 53.

¹²⁸ Nesse sentido: COSTA, Fernanda Mynarski Martins. Op.cit., p. 54.

condições de entrada (“*gating conditions*”) – que motivam a própria existência de um período intercalar; (ii) condições de manutenção (“*maintining-the-bargaining conditions*”) – que exigem ou prezam pela inexistência de mudanças substanciais entre a assinatura e o fechamento da operação; e (iii) condições transacionais (“*transactional conditions*”) – que incluem itens a serem entregues e/ou providências a serem tomadas pelas partes até o fechamento, decorrentes de acerto contratual entre as partes. Naturalmente, não é propósito deste trabalho analisar cada uma dessas categorias, nem tampouco confrontá-las com as figuras das condições suspensivas e resolutivas previstas em nosso Código Civil. No entanto, tal categorização se mostra relevante do ponto de vista da didática para fins da colocação da cláusula MAC no âmbito das condições precedentes ao fechamento.

Como visto acima, a cláusula MAC configura exemplo clássico de uma condição de manutenção¹³⁰, uma vez que guarda, em sua essência, a preocupação com a não ocorrência de um evento que seja capaz de alterar substancialmente as circunstâncias ou a situação comercial e econômico-financeira de uma das partes (evento MAC). Nesse sentido, as partes ajustam que a não ocorrência de um evento MAC passa a ser condição para o fechamento e implementação da operação¹³¹.

É importante ressaltar que a MAC, em si, não é a condição principal para o fechamento do contrato, uma vez que, na realidade, esse lapso temporal, como visto, se dá em razão da necessidade de, por exemplo, uma autorização governamental prévia. A cláusula MAC nunca será a razão principal para o

¹²⁹ BEVIA, Vicente Gimeno. **Las condiciones en el contrato de compraventa de empresa**. Tesis presentada para aspirar al grado de Doctor en Derecho. Universidad de Alicante. Dirigida por: Esperanza Gallego Sánchez. Alicante, 2016, p. 45-68.

¹³⁰ “Además de las condiciones que dependen de la conducta de las partes, dentro de las citadas “*maintain the bargain conditions*” el contrato refleja otras cuyo fundamento radica en hechos externos, pero que, igualmente, tienen un impacto directo en la sociedad. Las más popular de todas ellas es la cláusula de cambios adversos relevantes, conocida también, por el acrónimo de dicha figura en el Derecho anglosajón como cláusula MAC – “material adverse change” – o MAE – “material adverse effect”. BEVIA, Vicente Gimeno. **Las condiciones en el contrato de compraventa de empresa**. Tesis presentada para aspirar al grado de Doctor en Derecho. Universidad de Alicante. Dirigida por: Esperanza Gallego Sánchez. Alicante, 2016, p. 50.

¹³¹ Veja-se exemplo hipotético de redação em que se inclui a ausência de um evento MAC como condição precedente ao fechamento: Condições Precedentes em Benefício da Investidora. A obrigação da Compradora de realizar o Fechamento da Operação estará sujeita à satisfação das seguintes condições precedentes: (i) **Ausência de Evento Substancial Adverso**. Ausência de qualquer evento, alteração, desenvolvimento, circunstância, estado de fatos ou efeito que tenha tido, individual ou coletivamente, ou que seja esperado razoavelmente que possa resultar em um Evento Substancial Adverso.

surgimento do lapso temporal para o fechamento da operação, mas sim consequência da necessidade desse lapso e, sobretudo, das condições de entrada, como visto mais acima. Sendo assim, caso ocorra um evento MAC nesse interim entre assinatura e fechamento, terá o comprador a possibilidade de não levar a operação adiante se eximindo de quaisquer obrigações previamente assumidas.

2.1.4 Os *carve-outs*: as exceções à MAC

Como visto, é de suma importância que os eventos considerados como MAC estejam listados e bem definidos no contrato para que as partes entendam quais são efetivamente os eventos capazes de ensejar a aplicação da cláusula MAC. Nessa seara surge um importante mecanismo na cláusula MAC que são os chamados *carve-outs*, isto é, uma lista de eventos que são excluídos da definição da cláusula MAC.

Essa é uma característica importantíssima da cláusula MAC, pois ao excluir certos eventos dessa definição o que se está fazendo, na realidade, é passar para o comprador o risco em caso de ocorrência desses eventos excetuados da MAC¹³². Como exemplos de eventos que normalmente são excetuados estão os casos fortuitos e de força maior, eventos climáticos, terrorismo, ações militares, alterações econômicas relevantes. Veja-se, que, em essência, se trata dos eventos mencionados por Klaus Sachs no “segundo e terceiro grupos de eventos imprevisíveis” como mencionado anteriormente, ou seja, aqueles riscos sistêmicos e alheios à atividade e/ou operação da contraparte. Sobre o tema, ressalta-se a seguinte passagem de Fernanda Martins Costa:

Essa cláusula [MAC] costuma ser estruturada em duas principais vias nos contratos de *fusões & aquisições*. A primeira diz respeito à definição do que constitui uma mudança ou efeito material adverso, sendo dividida sobretudo em

¹³² “And the carefully drafted exceptions carve out certain types of causes that, even if they have a material adverse effect on the target, will not serve to excuse the acquirer from its duty to close. The effect is that an adverse change caused by a carved-out cause will not qualify as MAC under the typical definition. In other words, if a MAC results from a carved-out cause, the acquirer is not excused and must close the deal. In this way, the risk of a target MAC resulting from a carved-out cause is allocated to the acquirer, while the risk of a target MAC resulting from any other cause is allocated to the target.” SCHWARTZ, Andrew. A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause. **57 UCLA L. Rev.**, 2010, p. 822. Disponível em: <<https://scholar.law.colorado.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1450&context=articles>>. Acesso em: 20 jan. 2023.

dois aspectos: definição de base (“base definition”) e exceções (“MAE exceptions”; “Carve-outs”).

A definição de base refere-se à delimitação do que se entende por efeito ou mudança significativa adversa, normalmente sendo feita em termos gerais, mas também podendo envolver uma lista de situações (“MAC-outs”). Após a definição de base, costuma-se elencar uma lista de exceções que removem da definição mudanças ou eventos que podem sobrevir à materialização de certos riscos: *sistêmicos* – aqueles que, se materializados, tenderão a afetar diversas companhias, não somente a sociedade-alvo (e.g., atos de guerra, eventos climáticos e mudanças de lei) - ; *indicadores* – aqueles em que, embora a sua materialização possa ser uma indicação ou evidência de que o valor da empresa foi prejudicado, a sua concretização, por si só, não prejudica o valor da sociedade (e.g., rebaixamentos da dívida da empresa por agências de classificação) -; *do acordo* – aqueles decorrentes do anúncio da operação ao público.

A remoção desses riscos da definição de mudança ou efeito depreciativo implica a sua alocação na esfera jurídica do adquirente, de modo que, se a sociedade-alvo sofre um efeito materializado por algum deles, o adquirente não poderá se eximir de sua obrigação de pagar o preço e, conseqüentemente, adquirir as ações.¹³³

Outro ponto importante e que pode ser encontrado em alguns contratos são as exceções aos *carve-outs* (ou seja, as exceções às exceções). Esse tipo de ressalva faz com que o comprador esteja resguardado nos casos em que eventos listados nos *carve-outs* acabem por afetar extraordinariamente a sua situação dentro daquele determinado contrato¹³⁴.

Sobre esse aspecto em particular, tome-se o seguinte exemplo. Suponha-se que se está diante de uma operação de compra de participação acionária de um grande conglomerado farmacêutico. No contrato de compra e venda, sujeito à aprovação prévia por determinadas autoridades governamentais, as partes estabelecem que para o fechamento da operação será necessária a verificação da não ocorrência de qualquer evento classificado como MAC. Nas definições, as partes estabelecem os eventos que seriam considerados como MAC e excluem de tal definição a eventual ocorrência de greves. Utilizando a técnica da criação de “exceções às exceções”, do ponto de vista do comprador, seria interessante estabelecer uma exceção ao *carve-out* de “greves” para determinar que, caso se trate de greve envolvendo especificamente a classe dos farmacêuticos, esse evento

¹³³ COSTA, Fernanda Mynarski Martins. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 63-64.

¹³⁴ “Por cuenta de la dificultad de caracterizar el MAC, siempre que sea posible, el comprador debe procurar restringir al máximo las causas a ser exceptuadas. Además, el comprador debe procurar atenuar los efectos de las causas que exceptúan la ocurrencia de un MAC incluyendo “excepciones a las excepciones”. NOVAIS, Raquel et al., Capítulo X. Los Desafíos de Importar Conceptos del Derecho Anglosajón en los Contratos de M&A Regidos por la Legislación Brasileña. In: COAGUILA, Carlos Alberto Soto Coaguila. **Fusiones & Adquisiciones**. Lima, Perú: Instituto Pacífico S.A.C, 2015. p. 205.

poderia ser considerado como MAC para fins do contrato, possibilitando, portanto, o desfazimento da operação pelo comprador. Nesse caso, veja-se que, ao criar essa ressalva adicional, o comprador estaria se resguardando face a um evento extraordinário que poderia afetar diretamente a atividade do grupo alvo da operação. Por outro lado, caso ocorresse uma greve de motoristas (afetando a logística no transporte de suprimentos e medicações) este evento estaria coberto pelo *carve-out*, não podendo ser invocado como MAC.

Naturalmente, do ponto de vista prático, a criação das “exceções aos *carve-outs*” é algo que abre espaço para muita discussão entre as partes e, invariavelmente, será objeto de debate específico no caso concreto por meio de apresentação de provas, perícia, entre outros instrumentos.

Sem prejuízo do acima, pode-se dizer, via de regra, que, contemplados pelos *carve-outs* e estrutura da cláusula MAC, estariam os denominados riscos exógenos – aqui compreendendo-se, a título de exemplo, o contexto e conjuntura econômica, calamidades, atentados, dentre outros – que normalmente ficam a cargo do comprador (por meio da inserção de tais eventos como *carve-outs*) e os riscos endógenos que normalmente ficam a cargo do vendedor e que se relacionam especificamente com a performance da companhia-alvo, como eventos que possam prejudicar a imagem do comprador e/ou da companhia alvo¹³⁵. Note-se que, tomando como base a divisão dos eventos imprevisíveis em 3 diferentes grupos, conforme sugere Klaus Sachs¹³⁶ (e como já mencionado quando tratamos das funções da cláusula MAC), o comprador normalmente fica responsável pelos segundo e terceiro grupos – que tratam justamente dos riscos exógenos, relacionados a eventos macroeconômicos ou estranhos à atividade da sociedade-

¹³⁵ “Interessante notar que, em geral, o comprador assume riscos exógenos, como conjuntura econômica, política ou social, mudanças da legislação, guerras, atentados terroristas ou outras calamidades, enquanto o vendedor assume riscos endógenos como performance da sociedade alvo ou eventos que possam provocar danos substanciais à imagem do comprador e/ou da sociedade alvo NARITOMI, Sabrina; ALMEIDA, Manoela Penteado de. Efeitos da Pandemia de Covid-19 nos Contratos de M&A. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (orgs.). **Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020, p. 303.

¹³⁶ De acordo com Klaus Sachs, haveria 3 categorias de eventos imprevisíveis: (i) eventos diretamente relacionados à sociedade-alvo; mudanças nos negócios da sociedade, perda de clientes, ocorrência de problemas técnicos (eventos que seriam tipicamente qualificados como MAC); (ii) eventos relacionados a acontecimentos macroeconômicos de impacto negativo (crises na indústria específica ou declínio da economia como um todo); e (iii) eventos extraordinários não relacionados ao negócio, tais como guerra, desastres naturais, greves, alterações políticas, alterações legislativas. SACHS, Klaus. **Fast-Track Arbitration Agreements of MAC Clauses**. Revista de Arbitragem e Mediação. Vol. 31/2011, p. 38.

alvo em si –, enquanto o vendedor fica responsável apenas pelo primeiro grupo, isto é, os riscos endógenos – aqueles riscos efetivamente relacionados à companhia e ao desenvolvimento de seu negócio e atividades.

2.2 Redação das cláusulas MAC: adoção de parâmetros objetivos e qualitativos

Considerando todo o exposto até o momento e, sobretudo, a seção anterior, é importante ressaltar alguns dos principais cuidados a serem observados quando da elaboração e negociação de uma cláusula MAC. Como se discutirá mais adiante, a validade e efetividade das referidas cláusulas passa necessariamente pelo grau de detalhamento e embasamento de sua redação dentro do contrato¹³⁷.

Diante desse cenário, é recomendável adotar certos parâmetros objetivos e qualitativos quando da definição do que seria um evento MAC, sobretudo, no estabelecimento do que seria um evento *substancial e adverso*.

2.2.1 Parâmetros quantificáveis e qualificáveis

Em primeiro lugar, é importante utilizar critérios bastante objetivos para a definição do que seria um MAC. Nesse sentido é importante se valer de parâmetros quantificáveis e qualificáveis¹³⁸ para estabelecer o sentido do

¹³⁷ “Em qualquer caso, no Brasil, mostra-se necessário delinear bem os parâmetros subjetivos da definição de MAE, a fim de dar maior previsibilidade às partes sobre a sua aplicação ao caso concreto e sobre eventos que potencialmente resultarão em “portas de saída” (*walk-away* aberto ou potencialmente aberto) da operação.” NARITOMI, Sabrina; ALMEIDA, Manoela Penteado de. Efeitos da Pandemia de Covid-19 nos Contratos de M&A. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (Organizadoras). **Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020, p. 306.

¹³⁸ “Um contrato com redação imprecisa permite uma miríade de interpretações, dependendo do curso das contingências. Aqui, entram os termos vagos tais como “melhores esforços”, “razoabilidade comercial”, “cláusula de eventos materiais adversos” (“material adverse event, MAE”) ou “cláusula de alteração material adversa” (“material adverse change, MAC”) para adequar situações em que o uso de um termo preciso adotado no contrato não será suficiente para suprir a necessidade das partes. É justamente para a interpretação dessas disposições vagas que a teoria sugere a indicação de parâmetros de interpretação no próprio contrato a fim de orientar o juiz em caso de litígio e diminuir sua discricionariedade e eventuais erros de interpretação. Até porque “a atividade do intérprete do contrato não pode ser inteiramente livre, pois existem comandos legais que indicam um caminho a ser percorrido por ele, seja na interpretação da própria lei, seja na do contrato”. BOLIVAR, Analluza Bravo. A Teoria do “Design” Contratual: sua

substantivo material ou substancial. Quando se mencionam parâmetros quantificáveis, refere-se, por exemplo, à fixação de valores, índices ou múltiplos, ou seja, referências numéricas para definir um MAC¹³⁹. Na lógica de operações de M&A, normalmente utilizam-se *thresholds* de valor para conceituar um evento MAC, por exemplo, fazendo-se referência a valores numéricos pré-definidos ou até mesmo múltiplos de EBITDA¹⁴⁰. Nessa linha, as partes poderiam chegar a um consenso no contrato de que somente poderiam ser considerados como MAC os eventos que tenham impactos envolvendo valores acima de, por exemplo, R\$ 10.000.000,00 e/ou acima do resultado do cálculo de 3x o EBITDA da sociedade-alvo com base nos últimos 12 meses¹⁴¹.

De outro lado, ao utilizar parâmetros qualificáveis reforça-se a ideia de descrever especificamente e individualizar quais eventos seriam considerados como MAC. Não é uma boa escolha utilizar termos muito abertos para a definição de MAC, pois pode ser que a própria cláusula perca efetividade no momento de sua aplicação¹⁴². Nessa seara, retomam-se os exemplos utilizados quando da

aplicabilidade face regras de interpretação do contrato no Brasil. **Revista de Direito Empresarial**, v. 18, 2016, p. 124.

¹³⁹ Nesse sentido: “Es recomendable que en la definición de los eventos o circunstancias, capaces de generar un MAC, sean utilizados criterios objetivos. Cuando la forma de pago por la empresa a ser adquirida fuere dinero – lo que ocurre en la mayoría de los negocios de M&A brasileños – recomendamos la utilización de parámetros económico-financieros de la empresa, tales como, por ejemplo, presentación, o pérdida, de determinada cuantía o porcentaje, de las GAIIA en un cierto período preestablecido. Cuando, a su vez, la forma de pago fuere acciones de la adquirente o una combinación de acciones y dinero, es posible que se utilice una combinación de criterios, por ejemplo, GAIIA y GPA12. Al optar por una definición objetiva de los eventos que pueden generar un MAC, se hace más difícil que un juez o árbitro se valga de criterios subjetivos para caracterizar el MAC. De esa forma, se vuelve más clara y objetiva la caracterización de los eventos encuadrados como MAC, atenuándose la carga de la prueba para la parte que alega su ocurrencia. Se resalta que esa técnica no necesita ser aplicada de manera exclusiva, pudiendo ser aplicada de modo adicional a las otras obligaciones.” NOVAIS, Raquel et al., Capítulo X. Los Desafíos de Importar Conceptos del Derecho Anglosajón en los Contratos de M&A Regidos por la Legislación Brasileña. In: COAGUILA, Carlos Alberto Soto Coaguila. **Fusiones & Adquisiciones**. Lima, Perú: Instituto Pacífico S.A.C, 2015, p. 204.

¹⁴⁰ EBITDA é um indicador financeiro muito utilizado para a avaliação de empresas, sendo a sigla em inglês da expressão “*Earnings before Income, Taxes, Depreciation and Amortization*”.

¹⁴¹ De toda forma, concorda-se com o alerta feito por Sabrina Naritomi e Manoela Almeida: “Embora a utilização de parâmetros quantificáveis nas cláusulas de MAE brasileiras (*e.g.*, impacto no faturamento que exceda determinado valor) garantam maior assertividade na aplicação do instituto, há efeito que não podem ser quantificados e que, portanto, requerem uma análise mais pormenorizada e amparada em outros tipos de evidência.” NARITOMI, Sabrina; ALMEIDA, Manoela. *Penteados de Efeitos da Pandemia de Covid-19 nos Contratos de M&A*. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (Organizadoras). **Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020. p. 305.

¹⁴² “Juntamente com a previsão expressa dessa cláusula [MAC], uma definição do que seja evento material adverso auxilia na interpretação da disposição contratual. Naturalmente, a inserção de critérios objetivos contribui sobremaneira, muito embora o mais usual seja a previsão de que a

classificação entre riscos exógenos e riscos endógenos, os quais normalmente são alocados entre comprador e vendedor, respectivamente. Assim, recomenda-se que os eventos que podem ser considerados MAC sejam expressamente enunciados na cláusula, tais como: performance da sociedade-alvo abaixo de determinado nível (pré-definido), danos à imagem/reputação da sociedade-alvo/vendedores que afetem a operação e desenvolvimento das atividades; crise econômica generalizada, guerras, calamidade pública, entre outros exemplos.

É importante frisar que os parâmetros quantificáveis e qualificáveis estão correlacionados e devem, portanto, ser definidos e interpretados em conjunto. Dito de outra maneira, os parâmetros quantificáveis (exemplos: valores pré-definidos) serão utilizados para qualificar quais dos eventos listados na Cláusula poderão efetivamente ser qualificados como MAC. É o conceito de substancial aliando-se ao adverso. Assim, aliando os diferentes parâmetros acima descritos, as partes podem chegar ao acordo de que somente será considerado como MAC um prejuízo financeiro experimentado pela companhia em razão de decisões erradas de sua administração unicamente caso essa circunstância envolva valores superiores a R\$ 10.000.000,00.

Utilizando esses parâmetros quantificáveis e qualificáveis afasta-se a discricionariedade¹⁴³ do juiz ou do árbitro no momento da averiguação do MAC e atenua-se o ônus da prova da parte que alega a ocorrência do MAC. Além disso, uma redação mais completa e clara reforça a ideia do afastamento, pelas partes, de eventual aplicação subsidiária da tutela legal da onerosidade excessiva, por exemplo.

2.2.2 Delimitação do período temporal

materialidade do evento se verifica quando as bases da operação são substancialmente alteradas”. COUTINHO, 2016, p. 297.

¹⁴³ Em sentido semelhante, é de extrema relevância entender a “objetificação do conceito de MAE como forma de tentar afastar ou, pelo menos, reduzir a interferência dos julgadores na definição de critérios abertos e subjetivos.” NARITOMI, Sabrina; ALMEIDA, Manoela Penteado de. Efeitos da Pandemia de Covid-19 nos Contratos de M&A. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (Organizadoras). **Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020. p. 305.

Um segundo ponto importante é com relação à delimitação temporal, isto é, torna-se fundamental a definição do período em que o evento MAC poderá ser observado a fim de produzir efeitos na operação. Nesse sentido, é importante definir claramente que o evento MAC e os seus efeitos deverão necessariamente ter ocorrido ou ter sido verificados durante o interim entre a assinatura do contrato definitivo e o efetivo fechamento. Nisso reside a importância de se incluir a cláusula MAC como condição precedente (de manutenção) ao fechamento da operação.

Ora, se o evento MAC ocorreu antes da assinatura do contrato, em tese, as partes (principalmente o vendedor) deveriam ter tido conhecimento e/ou informado tal evento, de modo que não se trata de MAC em si. Nesse caso a parte prejudicada (comprador) poderia pleitear indenização por quebra de alguma declaração ou garantia ou até mesmo alegar a presença de um vício redibitório¹⁴⁴. Além disso, é importante notar que uma das principais condições de manutenção é aquela relacionada às declarações e garantias prestadas pelas partes, portanto, se o comprador teve conhecimento de um fato extraordinário (que pode ser qualificado como MAC) após o *signing* da operação, mas antes de seu efetivo fechamento, ele poderá exigir o encerramento do contrato em razão da não verificação das declarações e garantias prestadas pelo vendedor.

Por outro lado, evidentemente que o comprador, por exemplo, não poderá resilir o contrato pela ocorrência de um evento MAC após seu fechamento, ainda que o evento ocorra no dia seguinte ao *closing*. É claro que o comprador poderá buscar outras medidas e remédios caso consiga comprovar que o vendedor tinha conhecimento ou ao menos suspeitava da potencial ocorrência daquele MAC, no entanto, a regra é de que o comprador não pode pleitear qualquer indenização ou desfazimento daquele contrato – até mesmo porque o seu objeto já teria sido plenamente satisfeito.

Além disso, é recomendável estabelecer um requisito temporal mínimo para a configuração de um MAC, determinando que um evento específico somente será considerado como um evento MAC caso seus efeitos perdurem por

¹⁴⁴ Sobre o tema ver: ADAMEK, Marcelo Vieira Von; CONTI, André Nunes. Vícios redibitórios na alienação de participações societárias. **Revista de Direito Societário e M&A**, v. 3/2023, jan./jun. 2023.

mais de tantos meses ou que tomem como base, por exemplo, os últimos 12 meses anteriores ao fechamento em conjunto. Essa delimitação temporal está em linha com alguns dos precedentes em que se discutiu a verificação de eventos MAC nos Estados Unidos, chegando-se à conclusão de que, para ser qualificado como tal, o evento MAC não poderia ser um mero “solução”¹⁴⁵ da sociedade-alvo¹⁴⁶. É preciso que os efeitos do evento MAC sejam verificados por um intervalo razoável de tempo, de modo a evidenciar que, de fato, esses efeitos são capazes de gerar um efeito substancial adverso¹⁴⁷.

Apesar de entendermos que há outros elementos a serem utilizados para melhor determinar os eventos MAC, tendo em vista, sobretudo, o posicionamento das cortes americanas, recomenda-se que seja incluída na definição de MAC, em complemento aos parâmetros quantificáveis e qualificáveis, uma delimitação temporal¹⁴⁸ tanto para fins da verificação da ocorrência quanto à duração do

¹⁴⁵ “To such an acquiror, the important thing is whether the company has suffered a Material Adverse Effect in its business or results of operations that is consequential to the company’s earnings power over a commercially reasonable period, which one would be measured in years rather than months. It is odd to think that a strategic buyer would view a short-term blip in earnings as material, so long as the target’s earnings-generating potential is not materially affected by that blip or the blip’s cause. (...) As a result, even where a Material Adverse Effect condition is as broadly written as the one in the Merger Agreement, that provision is best read as a backstop protecting the acquiror from the occurrence of unknown events that substantially threaten the overall earnings potential of the target in a durationally-significant manner. A short-term hiccup in earnings should not suffice; rather the Material Adverse Effect should be material when viewed from the longer-term perspective of a reasonable acquiror” In *Re IBP Inc. v. Tyson Foods INC*, 789, A.2d14 (Del. Ch. 2001).

¹⁴⁶ “Finally, as for the duration of an adverse change, the lading case law requires that it be “consequential to the [target’s] long term earnings power over a commercially reasonable period, which one would expect to be measures in years rather than months. A “hiccup” or “blip” will not suffice. Indeed, the conventional wisdom is that “short-term losses, no matter how large”, cannot qualify as MAC.” SCHWARTZ, Andrew. A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause. **57 UCLA L. Rev.**, 789, 2010, p. 830. Disponível em: <<https://scholar.law.colorado.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1450&context=articles>>. Acesso em: 20 jan. 2023

¹⁴⁷ “Under the prevailing doctrine, first announced in the 2001 Delaware Chancery Court Decision of *In re IBP, Inc. Shareholders Litigation*, an adverse change Will qualify as material only if it “substantially threaten[s] the overall earnings potential of the target in a durationally-significant manner”, “which one would think would be measures in years rather than months.” SCHWARTZ, Andrew. A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause. **57 UCLA L. Rev.**, 789, 2010, p. 827. Disponível em: <<https://scholar.law.colorado.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1450&context=articles>>. Acesso em: 20 jan. 2023.

¹⁴⁸ “Para alegar un MAC es muy importante que se delimite el período de tiempo durante el cual se deben observar los efectos del cambio material adverso. En líneas generales, las sentencias judiciales de los Estados Unidos de América siguen la idea de que, a falta de previsión contractual en contrario, el MAC debe ser evaluado en el largo plazo, una vez que las adquisiciones son motivadas por las ganancias potenciales en el largo plazo. Valiéndose de estas lecciones, entendemos que es prudente la delimitación del período en el cual se deben observar los efectos. A título de ejemplo, podemos decir que, para determinar la ocurrencia de un MAC, se debe analizar

evento MAC e/ou os efeitos por ele produzidos. No âmbito de aplicação e efetividade desse tipo de cláusula no Brasil, entendemos que o fator temporal pode ter pouca influência no momento da efetiva verificação do evento, sendo, portanto, os critérios valorativos e exemplificativos muito mais relevantes.

2.2.3 Definição de responsabilidade pelo ônus da prova

Por fim, um último ponto de atenção diz respeito à definição da responsabilidade pelo ônus da prova. Assim, recomenda-se que, na medida do possível, o contrato defina de antemão a quem cabe o ônus da prova da ocorrência ou não de um evento MAC. A prova torna-se especialmente relevante¹⁴⁹, pois sendo o evento MAC um fato controverso, sujeito, portanto, a potencial litígio entre as partes, aquela se torna o elemento essencial para a solução da controvérsia entre as partes¹⁵⁰.

Nos termos do art. 393¹⁵¹ do Código de Processo Civil a regra é que cabe ao autor o ônus da prova a respeito do fato constitutivo de seu direito, ao passo

el período de 12 meses inmediatamente anterior al cierre. Además, también creemos que es válida la inclusión de lenguaje prospectivo. Es decir, así como es lícito para el comprador rescindir el contrato en el caso de un MAC ocurrido antes del cierre, asimismo lo es en los casos en que hay posibilidades razonables de que un MAC ocurra después del cierre.” NOVAIS, Raquel et al., Capítulo X. Los Desafíos de Importar Conceptos del Derecho Anglosajón en los Contratos de M&A Regidos por la Legislación Brasileña. In: COAGUILA, Carlos Alberto Soto Coaguila. **Fusiones & Adquisiciones**. Lima, Perú: Instituto Pacífico S.A.C, 2015, p. 204.

¹⁴⁹ “Ressaltamos a prova como elemento essencial na formação da convicção e consideramos o que se poderia qualificar como prova da alteração material adversa, o que envolve não somente a prova da alteração, mas a configuração de seus qualificativos, no contexto fático. Observadas as regras próprias em matéria probatória, referimos a regra comum de quem alega, prova a alteração material adversa, questão de fato.” YAMAJI, Crisleine Barboza. **As previsões contratuais da superveniência de circunstâncias**: uma construção teórica à luz das cláusulas *material adverse change*. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Orientador Prof. Cristiano de Sousa Zanetti. Coorientador Prof. Claudio Scognamiglio. São Paulo, 2019, p. 325.

¹⁵⁰ “A alteração material adversa é fato jurídico controverso, que sujeita os efeitos do contrato a decisões em litígio, e a prova é o elemento essencial para formar a convicção do juiz ou árbitro para a concretização do programa contratual.” YAMAJI, Crisleine Barboza. **As previsões contratuais da superveniência de circunstâncias**: uma construção teórica à luz das cláusulas *material adverse change*. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Orientador Prof. Cristiano de Sousa Zanetti. Coorientador Prof. Claudio Scognamiglio. São Paulo, 2019, p. 274.

¹⁵¹ **Art. 373.** O ônus da prova incumbe: I - ao autor, quanto ao fato constitutivo de seu direito; II - ao réu, quanto à existência de fato impeditivo, modificativo ou extintivo do direito do autor. § 1º Nos casos previstos em lei ou diante de peculiaridades da causa relacionadas à impossibilidade ou à excessiva dificuldade de cumprir o encargo nos termos do caput ou à maior facilidade de obtenção da prova do fato contrário, poderá o juiz atribuir o ônus da prova de modo diverso, desde que o faça por decisão fundamentada, caso em que deverá dar à parte a oportunidade de se

que cabe ao réu comprovar a existência de fato impeditivo, modificativo ou extintivo do direito do autor. Nesse sentido, Crisleine Yamaji, ao tratar da cláusula MAC, chama a atenção para o fato de que *“o ônus da prova da alteração material adversa recai sobre aquele que se aproveita do reconhecimento dessa alteração material adversa para extinguir o vínculo contratual. E parece, diante dos casos americanos, um ônus bastante pesado de suportar. A imprecisão conceitual abre sempre espaço para alegações de conduta dolosa, reticência ou culpa grave na conformação da representação fática da sociedade, um ônus que vimos se relativizar com expressões qualificadores “no melhor conhecimento”*¹⁵².

No entanto, o §3º do mesmo artigo 373 do Código de Processo Civil faculta às partes a distribuição diversa do ônus da prova, desde que não envolva um direito indisponível da parte ou torne excessivamente difícil à parte o exercício de seu direito.

Veja-se, portanto, que a distribuição contratual do ônus da prova é expressamente autorizada pelo nosso ordenamento, sendo certo que essa é, em nosso sentir, uma faculdade plenamente exercível pelas partes no âmbito de operações de M&A. Ora, operações de M&A envolvem, por essência, apenas direitos disponíveis das partes e, além disso, eventual conferência/distribuição do ônus da prova entre as partes dificilmente tornaria o exercício do direito de uma ou outra parte “excessivamente difícil”, uma vez que nessas situações as partes costumam ser igualmente sofisticadas e estão assessoradas, desde um primeiro momento, por advogados e consultores financeiros. Finalmente, é importante recordar que a própria distribuição do ônus da prova também é, por si só, um mecanismo de alocação dos riscos entre as partes e da formação do sinalagma daquela determinada relação contratual.

Assim, por exemplo, pode se ter um contrato de M&A estabelecendo que caberá sempre ao vendedor provar a inexistência ou não ocorrência do evento

desincumbir do ônus que lhe foi atribuído. § 2º A decisão prevista no § 1º deste artigo não pode gerar situação em que a desincumbência do encargo pela parte seja impossível ou excessivamente difícil. § 3º A distribuição diversa do ônus da prova também pode ocorrer por convenção das partes, salvo quando: I - recair sobre direito indisponível da parte; II - tornar excessivamente difícil a uma parte o exercício do direito. § 4º A convenção de que trata o § 3º pode ser celebrada antes ou durante o processo

¹⁵² YAMAJI, Crisleine Barboza. Op.cit., p. 274.

MAC diante da alegação do comprador¹⁵³. Isto é, poderia se estabelecer uma presunção convencional a respeito da ocorrência do MAC em benefício do comprador (desde que observados os parâmetros contratuais), cabendo, de outro lado, ao vendedor comprovar, em juízo ou arbitragem, que aquele determinado evento não qualifica como MAC por não se enquadrar nos requisitos ou parâmetros interpretativos do contrato.

De todo modo, é inegável a relevância do componente probatório e factual¹⁵⁴ no âmbito da verificação da cláusula MAC, razão pela qual a distribuição do ônus torna-se um elemento adicional a ser considerado pelas partes no momento de sua pactuação¹⁵⁵.

2.2 Propostas para qualificação da cláusula MAC dentro do ordenamento jurídico brasileiro: críticas e reflexões

¹⁵³ Nesse mesmo sentido, veja-se: “En consonancia con lo dispuesto en el artículo 373 del Código Procesal Civil brasileño, la carga de la prueba en relación al hecho en el que basa el derecho reclamado incumbe al autor de la acción, y al demandado incumbe la prueba en lo que se refiere a la existencia de un hecho impeditivo, modificativo o extintivo del derecho del autor. La normativa mencionada tiene naturaleza dispositiva, admitiéndose, por consiguiente, decisión en contrario por las partes. No obstante, las partes deben observar que es nula la convención que invierte la carga de la prueba cuando se trata de un derecho indisponible de la parte o se vuelva excesivamente difícil para una parte el ejercicio del derecho. Teniendo en cuenta que son prácticamente inexistentes los casos en los que un contrato de M&A tratará cuestiones relacionadas con derechos indisponibles y tomando cuidado de no volver excesivamente difícil la producción de prueba por las partes, es lícito que las partes dispongan sobre la inversión de la carga de la prueba. El contrato puede prever, entonces, que incumbe al vendedor la carga de probar la ausencia de un MAC (independientemente de la eventual alegación por el comprador sobre su ocurrencia). Eso puede ser hecho de manera general – es decir, siendo aplicable a todas las hipótesis descritas que pueden generar un MAC – o de manera específica, cuando se aplique solamente a determinados eventos o circunstancias (como por ejemplo, las excepciones al MAC mencionadas en líneas anteriores).” NOVAIS, Raquel et al., Capítulo X. Los Desafíos de Importar Conceptos del Derecho Anglosajón en los Contratos de M&A Regidos por la Legislación Brasileña. In: COAGUILA, Carlos Alberto Soto Coaguila. **Fusiones & Adquisiciones**. Lima, Perú: Instituto Pacífico S.A.C, 2015, p. 205-206.

¹⁵⁴ De forma complementar, Crisleine Yamaji: “O que fica evidente (...) é a importância da reconstrução concreta da situação factual, ao longo do tempo da operação econômica, com forte dependência das circunstâncias extracontratuais na determinação da alteração material adversa, em especial da qualificação das partes, do seu comportamento durante as diligências e negociações, do conteúdo das minutas e tratativas, das comunicações ao mercado, dos fins almejados e expectativas das partes, em tutela de sua confiança legítima.” YAMAJI, Crisleine Barboza. **As previsões contratuais da superveniência de circunstâncias**: uma construção teórica à luz das cláusulas *material adverse change*. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Orientador Prof. Cristiano de Sousa Zanetti. Coorientador Prof. Claudio Scognamiglio. São Paulo, 2019, p.326.

¹⁵⁵ Como alternativa, as partes poderiam, ainda, prever no contrato a submissão da definição quanto à ocorrência ou não de um evento MAC a um terceiro independente, um árbitro ou especialista que pudesse atestar se verificou-se ou não o evento MAC.

Como já destacado, a existência da cláusula MAC encontra sua justificativa no disposto no art. 425 do Código Civil, uma vez que o ordenamento jurídico brasileiro carece de disposição legal expressa prevendo-a. Apesar de plenamente aceitável por nosso Direito contratual¹⁵⁶, é importante atentar-se em alguns aspectos mais específicos ao se lidar com a cláusula MAC.

Assim, para analisar a cláusula MAC no âmbito do Brasil, é interessante fazer algumas comparações e indagações como contraponto a alguns institutos previstos em nosso ordenamento jurídico. Essa comparação pode ser feita considerando, sobretudo, as causas e os efeitos da cláusula. Sendo assim, nos próximos itens, confrontar-se-á a cláusula MAC com institutos e figuras de nosso Direito Civil de modo a verificar se haveria ou não proximidade entre a cláusula MAC com a revogação, a condição suspensiva e/ou resolutiva, a resolução por inadimplemento, onerosidade excessiva ou cláusula resolutiva expressa, a resilição ou denúncia.

2.2.1 Revogação

Como primeira possibilidade, ventila-se a hipótese da cláusula MAC aproximando-se da figura do ato de revogação, isto é, a ideia de um ato unilateral em que a parte encerra a relação fundada em ato de vontade. Como a própria etimologia da palavra sugere, na revogação, retira-se a voz, isto é, volta-se atrás com relação à própria manifestação de vontade emitida originalmente pela parte.

¹⁵⁶ “Teniendo en cuenta lo expuesto en líneas anteriores, se puede concluir que la utilización de cláusulas e institutos típicos del Common Law en los contratos de M&A regidos por la legislación brasileña, tales como la cláusula MAC y declaraciones y garantías, no se contradicen con el ordenamiento jurídico brasileño. No obstante, se debe notar que tales institutos, como se utilizan en los contratos extranjeros, quizás no encuentren el respaldo adecuado en la legislación, doctrina o jurisprudencia brasileñas. De hecho, conforme a lo visto en el texto precedente, el uso de cláusulas MAC y declaraciones y garantías con la finalidad de indemnización, por ejemplo, puede encontrar algunos óbices, de acuerdo con los institutos del Derecho Civil de Brasil. De este modo, se puede afirmar que la simple transposición, sin adaptación alguna, de tales cláusulas e institutos, no es una práctica recomendable. Por lo tanto, es esencial que los contratos de M&A regidos por la legislación brasileña, que contengan las referidas cláusulas, sean debidamente adaptados para la legislación brasileña, de manera que no pierdan su efectividad y aplicabilidad y, en consecuencia, puedan asegurar una máxima seguridad jurídica para las partes signatarias del contrato de compraventa”. NOVAIS, Raquel et al., Capítulo X. Los Desafíos de Importar Conceptos del Derecho Anglosajón en los Contratos de M&A Regidos por la Legislación Brasileña. In: COAGUILA, Carlos Alberto Soto Coaguila. **Fusiones & Adquisiciones**. Lima, Perú: Instituto Pacífico S.A.C, 2015, p. 223.

Como exemplo típico de ato de revogação no sentido aqui adotado, tem-se a possibilidade de revogação do mandato oneroso¹⁵⁷⁻¹⁵⁸.

Apesar de haver certa semelhança entre o ato de revogação e a cláusula MAC, a principal crítica com relação a essa equiparação reside no fato de que, enquanto a revogação incide no plano da existência do negócio jurídico, a cláusula MAC atua no plano da eficácia do negócio jurídico, o que dificulta, portanto, a analogia entre os institutos¹⁵⁹. Na mesma página e para reforçar ainda mais a distinção: o que se revoga não é o contrato, mas sim, a manifestação de vontade que deu origem àquele contrato. No caso da cláusula MAC, a consequência é a desconstituição do próprio vínculo contratual.

2.2.2 Condição suspensiva

Passa-se, então, à primeira grande discussão a respeito da cláusula MAC, que consiste em analisar se tal cláusula poderia ser encarada como uma condição, seja suspensiva e/ou resolutiva. Aqui deve-se pensar na cláusula MAC como condição precedente ao fechamento, como visto acima.

As condições estão previstas no art. 121¹⁶⁰ a 137 de nosso Código Civil. Há de se lembrar que as condições, tal como definidas no Código Civil, *“constituem-se em elemento accidental dos negócios jurídicos, caracterizadas pela voluntariedade, futuridade e incerteza. Por força da voluntariedade, excluem-se do conceito as chamadas condições legais, visto que apenas repetem imposição*

¹⁵⁷ Código Civil: **Art. 682**. Cessa o mandato: I - pela revogação ou pela renúncia.

¹⁵⁸ “A revogação consiste na declaração de vontade pela qual o mandante põe termo ao mandato. A revogação poderá se dar de forma expressa ou tácita, e, ainda, revogar todos os poderes ou apenas parte deles. O mandato é revogável por natureza, já que se assenta na fidúcia que o mandante deposita no mandatário. Cessada a confiança no mandatário, o mandante temo direito potestativo de unilateralmente pôr termo ao contrato. Atribui-se à revogação efeitos *ex nunc*, preservando-se os atos praticados pelo mandatário até a extinção contratual, de modo a fazer jus à remuneração pelos atos praticados, ao reembolso de despesas e a eventuais perdas e danos.” TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. **Fundamentos do direito civil**. Vol. 3 – Contratos. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 360.

¹⁵⁹ “Além do mais, o mecanismo como *right to walk away* é similar ao de uma revogação. A dificuldade dessa qualificação está, porém em que a revogação, “retirando a voz”, opera no *plano da existência do negócio*. A cláusula MAC, diferentemente, opera no *plano da eficácia*.” MARTINS-COSTA, Judith; COSTA E SILVA, Paula. **Crise e Perturbações no Cumprimento da Prestação**. Estudo de Direito Comparado Luso-Brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 135-137.

¹⁶⁰ **Art. 121**. Considera-se condição a cláusula que, derivando exclusivamente da vontade das partes, subordina o efeito do negócio jurídico a evento futuro e incerto.

*prevista em lei para a validade ou eficácia do negócio. A condição legal caracteriza-se como exigência da ordem jurídica para a produção de efeitos de determinado negócio”.*¹⁶¹

Especificamente quando se trata da condição suspensiva – prevista no art. 125¹⁶² do Código Civil – a eficácia plena do negócio jurídico e, portanto, a aquisição dos direitos e obrigações nele previstos, somente se opera mediante a efetiva verificação da condição nele aposta¹⁶³. Nesse mesmo sentido, Gustavo Tepedino e Milena Donato Oliva lecionam que, ao se lidar com uma condição suspensiva, as partes convivem com uma expectativa de direito que já se encontra consubstanciado naquele determinado negócio jurídico:

A condição suspensiva apenas obsta a produção de determinados efeitos, notadamente a aquisição do direito que dela dependa. Vale dizer, muito embora se considere o negócio jurídico existente, válido e, em certa medida, eficaz, o direito subordinado à ocorrência de evento futuro e incerto ainda não existe, tendo o credor apenas expectativa de direito (também designado direito eventual ou, na terminologia de Pontes de Miranda, direito expectativo).

A função da condição suspensiva é a deslocação temporal da exigibilidade para a produção dos efeitos negócio jurídico, vinculando-os a um evento futuro e incerto¹⁶⁴. A cláusula MAC, por outro lado, não tem como função o deslocamento temporal dos efeitos, como já antecipado.

A cláusula MAC aparece, na realidade, como elemento subsidiário e consequente à real condição suspensiva que, no caso das operações de M&A, por exemplo, normalmente é a autorização de terceiro/autoridade governamental – as chamadas condições de entrada.

¹⁶¹ TEPEDINO, Gustavo; OLIVA, Milena Donato. **Fundamentos do direito civil**. Vol. 1 – Teoria Geral do Direito Civil. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p.298.

¹⁶² **Art. 125.** Subordinando-se a eficácia do negócio jurídico à condição suspensiva, enquanto esta se não verificar, não se terá adquirido o direito, a que ele visa.

¹⁶³ “Quando a eficácia do negócio depende de condição suspensiva, a autolimitação da vontade trabalha no rumo de estatuir a inoperância da manifestação volitiva, até que o acontecimento se realize. Enquanto não se verifica, não se adquire o direito a que o negócio visa (Código Civil, art. 125). A obrigação não terá existência enquanto o evento não se verificar.” PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Vol. I. Introdução ao direito civil; teoria geral do direito civil. Atual. Maria Celina Bodin de Moraes. 26ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 472.

¹⁶⁴ Nesse mesmo sentido e de forma complementar, Fernanda Martins-Costa: “A função da condição suspensiva refere-se, portanto, ao deslocamento temporal da exigibilidade de todos ou alguns efeitos do negócio jurídico, em razão da incerteza decorrente da indisponibilidade de um dado decisivo para se alcançar o resultado prático final. Conquanto essa discrição inicial possa aparentar uma similitude inequívoca entre as *condições precedentes*, sobretudo as de entrada, e a condição suspensiva, há entre elas pontuais diferenças estruturais e operacionais, que fazem questionar até que ponto as condições precedentes podem ser abrangidas pela *elasticidade* do tipo legal da condição suspensiva.” COSTA, Fernanda Mynarski Martins. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 95-96.

É justamente essa autorização que possui a função de deslocar temporalmente os efeitos do negócio jurídico. A cláusula MAC surge em razão e em virtude do lapso temporal criado por essa condição, como mecanismo de proteção às partes nesse interim e com características verdadeiras de uma cláusula de manutenção do *status quo*.

Importante mencionar que as cláusulas MAC – inseridas como condições de manutenção no contrato – constituem “efeito do *direito expectativo* ou do *direito potestativo* – i.e., constituem a normativa para regular, por ato de autonomia, diversos aspectos do período intercalar, como aqueles que afetam o programa contratual projetado pelas partes, bem como aqueles que dizem respeito às condutas exigidas pelas partes para assegurar ou preparar o *fechamento*. Não se confundem *funcionalmente*, portanto, nem com as condições suspensivas em sentido estrito, nem com opções. Conquanto possam (em alguns casos) implicar desvinculação contratual a condição suspensiva e a opção atuam na motivação de um período de dependência justificando a *eficácia protraída* e o nascimento de um direito *expectativo*, no contrato condicional, ou de um direito potestativo, no contrato optativo.

Já as demais espécies de cláusulas que incidem sobre o período intercalar são efeito do “direito a aquisição de outro direito”. Constituem uma normativa de origem convencional que, como se verá nas próximas páginas, tem relação com o regime legal incidente no período de diferimento contratual.¹⁶⁵

Dessa forma, concorda-se com a conclusão de Judith Martins-Costa¹⁶⁶ no sentido de que não seria possível equiparar a cláusula MAC a uma condição suspensiva, apesar da similitude, por vezes, quanto à estrutura. A cláusula MAC visa à alocação dos riscos do período entre *signing* e *closing* – que decorre, na maioria das vezes, das condições de entrada – e, portanto, como se verá mais adiante, aproxima-se muito mais de figuras como a da resilição/denúncia cheia¹⁶⁷.

2.2.3 Condição resolutiva

¹⁶⁵ COSTA, Fernanda Mynarski Martins. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 106.

¹⁶⁶ MARTINS-COSTA, Judith; COSTA E SILVA, Paula. **Crise e Perturbações no Cumprimento da Prestação**. Estudo de Direito Comparado Luso-Brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 127.

¹⁶⁷ “Como visto, as cláusulas MAC e MAE não consistem em condições em sentido estrito do termo, pois não motivam o diferimento temporal, mas tratam do efeito do *direito expectativo*, e visam à alocação dos riscos próprios do período intercalar. Trata-se, pois, de hipótese de *resolução convencional* ou *denúncia cheia*, cessando a eficácia da relação contratual com eficácia *ex nunc*, mas nada impede que as partes pactuem eficácia em sentido estrito.

Conquanto, no mais das vezes, não se possa falar em indenização por inadimplemento, não há restrições às partes preverem que, exercendo o denunciante o seu poder denunciatório, indenize a contraparte pelo interesse negativo, conforme ocorre com as multas de desistência.” COSTA, Fernanda Mynarski Martins. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 178.

Seria então a cláusula MAC uma condição resolutiva? De antemão, adianta-se que tampouco poderia ser categorizada como hipótese de condição resolutiva.

De forma inversa ao que se estipula na condição suspensiva, na condição resolutiva – calcada nos arts. 127 e 128¹⁶⁸ do Código Civil – o negócio jurídico produz plenamente todos os seus efeitos até o momento em que se verifica a superveniência da condição e, portanto, cessa a eficácia do vínculo contratual¹⁶⁹.

Dessa forma, a condição resolutiva operará diante de negócios jurídicos cujos principais efeitos já tenham sido verificados, isto é, sobre vínculos obrigacionais firmes, completos e plenamente eficazes¹⁷⁰. Ainda por essa razão é que parcela da doutrina defende que a condição resolutiva não poderia se referir a algum elemento essencial do contrato ou determinado momento comum do vínculo obrigacional¹⁷¹.

Assim, entende-se que não há como traçar um paralelo entre a condição resolutiva e a cláusula MAC pelo simples fato de que esta última está incluída dentro de contratos de operação de M&A de execução diferida no tempo, em que

¹⁶⁸ **Art. 127.** Se for resolutiva a condição, enquanto esta se não realizar, vigorará o negócio jurídico, podendo exercer-se desde a conclusão deste o direito por ele estabelecido. **Art. 128.** Sobrevindo a condição resolutiva, extingue-se, para todos os efeitos, o direito a que ela se opõe; mas, se aposta a um negócio de execução continuada ou periódica, a sua realização, salvo disposição em contrário, não tem eficácia quanto aos atos já praticados, desde que compatíveis com a natureza da condição pendente e conforme aos ditames de boa-fé.

¹⁶⁹ “No negócio sob condição resolutiva, inversamente, dá-se desde logo a aquisição do direito, **e produz o negócio jurídico todos os seus efeitos**. Importa a sua verificação na resolução do próprio negócio e desfazimento do negócio. Pendente a condição, vigora a declaração de vontade desde o momento de sua emissão, e pode o titular exercer na sua plenitude o direito criado, que se incorpora, desta sorte, e desde logo ao seu patrimônio (*direito adquirido*). Realizada a condição, porém, *extingue-se o direito*, resolvem-se as faculdades que o compõem (...)”. PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Vol. I. Introdução ao direito civil; teoria geral do direito civil. Atual. Maria Celina Bodin de Moraes. 26ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 475 (grifou-se).

¹⁷⁰ “O negócio jurídico sujeito à condição resolutiva opera todos os efeitos imediatamente, ao contrário daquele subordinado à condição suspensiva. O implemento da condição, quando ela tem a força resolutiva, acarreta, assim, a perda da eficácia do negócio jurídico antes plenamente operante.” TEPEDINO, Gustavo; OLIVA, Milena Donato. **Fundamentos do direito civil**. Vol. 1 – Teoria Geral do Direito Civil. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 303-304.

¹⁷¹ “No que tange ao suporte fático objetivo, a condição resolutiva requer que o evento futuro e incerto seja externo ao negócio e por isso não pode corresponder nem a elemento essencial do contrato, nem a momento típico do desenvolvimento do vínculo obrigacional. O evento há de constituir fato estruturalmente autônomo, a operar externamente ao negócio, não se relacionando diretamente à realização do programa negocial. E é por essa razão que o inadimplemento não constitui evento idôneo a figurar no contrato como condição resolutiva (...)” TERRA, Aline de Miranda Valverde. **Cláusula resolutiva expressa**. Belo Horizonte: Fórum, 2017, p. 69.

há um vínculo jurídico básico ou embrionário. Em outras palavras, trata-se de instrumento, de negócio jurídico, em que ainda não está plenamente formada a eficácia típica de um contrato de compra e venda – o vínculo perfeito, consubstanciado na tradição do objeto da compra e venda, ainda não se formalizou¹⁷². Veja-se a esclarecedora passagem de Judith Martins-Costa e Paula Costa e Silva:

A cláusula MAC também não caracteriza condição resolutiva, embora essa possa funcionar, quando utilizada para o desfazimento do vínculo, *como se* fosse uma condição resolutiva. A razão está em que, no período intermístico entre o *signing* e o *closing* contratual verifica-se apenas a chamada *vinculação jurídica básica*. Há vínculo jurídico, pode haver deveres secundários e laterais, como o de sigilo, o de “melhores esforços”, mas não há, ainda, a eficácia típica da compra e venda, que é o de pagar o preço e o de transferir as participações. Se o evento previsto como MAC ocorrer, extingue-se a eficácia de vinculação jurídica básica. Diferentemente, num negócio apostado a uma condição resolutiva, há mais que vinculação jurídica básica: já há *eficácia de transmissão*, a qual poderá ser desfeita com o implemento da condição. O paralelismo entre a cláusula MAC e a condição resolutiva não é, pois, perfeitamente ajustado.¹⁷³

Em suma, não parece ser acertada a equiparação da cláusula MAC a uma condição resolutiva, pois, nesse caso, estar-se-ia admitindo a desconstituição de um vínculo contratual de compra e venda, sem que, de início, tivesse ocorrido seu elemento essencial e principal, qual seja a efetiva transferência da propriedade dos bens objetos da operação. Há de se recordar que, nas operações de M&A, a efetiva implementação da compra e venda – com a transferência dos ativos relevantes – encontra-se sujeita à verificação das condições precedentes, sejam elas de entrada, manutenção ou simplesmente transacionais.

2.2.4 Resolução por inadimplemento e por onerosidade excessiva; cláusula resolutiva expressa

¹⁷² “Las cláusulas MAC aparecen redactadas en los contratos como una condición e la que se hace depender la eficacia de éste. De una primera impresión, podrían incluirse las cláusulas MAC en la categoría de la condición resolutoria. La relación despliega todos sus efectos desde el momento mismo de la celebración del negocio jurídico constitutivo, quedando sin efectos si el cambio establecido por las partes se cumple. A pesar de este análisis, no es adecuado considerar que las cláusulas MAC puedan considerarse condiciones. En primer lugar porque la condición resolutoria parece referirse a un contrato en el que las partes ya han entregado las prestaciones. Esto no ocurre en los contratos en los que se incluyen estas cláusulas, pues ésta despliega su eficacia desde la firma hasta la conclusión de la negociación y con frecuencia no es hasta ese momento cuando se han realizado las prestaciones.” CALERO, Juan Sánchez; GARCIA-POMAREDA, Blanca Villanueva. Cláusulas material adverse change. In: **Revista de Arbitraje Comercial y de Inversiones**, vol. 3, nº 3, 2010, p. 689.

¹⁷³ MARTINS-COSTA, Judith; COSTA E SILVA, Paula. **Crise e Perturbações no Cumprimento da Prestação**. Estudo de Direito Comparado Luso-Brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 135-136.

A resolução está diretamente ligada à inexecução das obrigações, o inadimplemento. Quando se fala em resolução “*estamos cogitando da cessação do contrato em consequência de ter o devedor faltado ao cumprimento da sua obrigação*”¹⁷⁴. O instituto da resolução, em sentido amplo, está previsto no Código Civil nos arts. 474 e 475¹⁷⁵ – que tratam da resolução em razão do inadimplemento e da cláusula resolutiva expressa e tácita – e nos arts. 478 a 480¹⁷⁶ – que abordam, como visto, a resolução por onerosidade excessiva.

Sobre o inadimplemento e a consequente resolução, citam-se Gustavo Tepedino, Carlos Nelson Konder e Paulo Greco Bandeira:

De modo geral, designa-se resolução à extinção do contrato em virtude da sua inexecução. Caso a inexecução não decorra do comportamento culposos de uma das partes, hipótese em que a impossibilidade da prestação não é imputável ao devedor, deflagra-se a extinção do contrato com a restituição das prestações já efetuadas. Em contrapartida, se a causa da inexecução for imputável a um dos contratantes, dá-se a possibilidade de resolução por inadimplemento, entendida como o exercício de direito potestativo extintivo da parte prejudicada por inadimplemento da outra parte, com a dissolução da relação contratual.¹⁷⁷

Analisando, em um primeiro momento, o art. 475 do Código Civil, nota-se que o direito à resolução por eventual descumprimento de obrigação contratual tem aplicação autônoma, ou seja, a parte prejudicada pode requerer a resolução do contrato independentemente da existência de uma cláusula extraída diretamente do instrumento jurídico relevante. Diz-se, portanto, que essa seria a cláusula resolutiva tácita, ou seja, que decorre do que está disposto na própria lei. Com a cláusula resolutiva tácita, a efetiva resolução do contrato dependerá de análise e verificação, *a posteriori*, sobre o inadimplemento que motivou a sua invocação –

¹⁷⁴ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Vol. 3. Contratos. Atual. Caitlin Mulholland. 19ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p. 134.

¹⁷⁵ **Art. 474.** A cláusula resolutiva expressa opera de pleno direito; a tácita depende de interpelação judicial. **Art. 475.** A parte lesada pelo inadimplemento pode pedir a resolução do contrato, se não preferir exigir-lhe o cumprimento, cabendo, em qualquer dos casos, indenização por perdas e danos.

¹⁷⁶ **Art. 478.** Nos contratos de execução continuada ou diferida, se a prestação de uma das partes se tornar excessivamente onerosa, com extrema vantagem para a outra, em virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis, poderá o devedor pedir a resolução do contrato. Os efeitos da sentença que a decretar retroagirão à data da citação. **Art. 479.** A resolução poderá ser evitada, oferecendo-se o réu a modificar equitativamente as condições do contrato. **Art. 480.** Se no contrato as obrigações couberem a apenas uma das partes, poderá ela pleitear que a sua prestação seja reduzida, ou alterado o modo de executá-la, a fim de evitar a onerosidade excessiva.

¹⁷⁷ TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. **Fundamentos do direito civil**. Vol. 3 – Contratos. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 158.

por essa razão, dispõe o art. 474 do Código Civil que tal cláusula depende de “interpelação judicial”.

Apoiando-se nas lições de Gustavo Tepedino, Carlos Nelson Konder e Paula Greco Bandeira¹⁷⁸, reforça-se a ideia de que a cláusula resolutiva tácita deve ser funcionalizada de modo a compreender um conceito mais amplo do inadimplemento e que, portanto, possa se discutir a resolução contratual por inadimplemento não somente das obrigações contratuais principais e expressamente previstas no contrato, como também pela inobservância de deveres anexos, decorrentes do princípio da boa-fé objetiva.

Por outro lado, a cláusula resolutiva expressa, conforme dispõe a parte inicial do art. 474 do Código Civil, opera de pleno direito (sem a necessidade de interpelação judicial)¹⁷⁹. Isso se dá, pois, na cláusula resolutiva expressa, as partes, de antemão, já estipulam claramente em contrato quais serão as situações de descumprimento que poderão resultar na resolução do contrato – sendo essa, em verdade, sua grande vantagem¹⁸⁰. Nessas situações, o Poder Judiciário somente terá o condão de declarar ou não (decisão de natureza meramente declaratória) a resolução efetiva do contrato em eventual litígio sobre o assunto. Além disso, como a resolução, diante de cláusula resolutiva expressa, opera de

¹⁷⁸ “O direito à resolução por inadimplemento, nos termos do art. 475 do Código Civil, portanto, não depende de previsão em cláusula tacitamente extraída do contrato, podendo ser exercido sempre que configurado descumprimento contratual culposo, associado à impossibilidade de prestação ou à perda do interesse útil do credor. A chamada cláusula resolutiva tácita deve ser lida sob a perspectiva funcional, compreendendo o descumprimento de todos aqueles deveres que vierem a prejudicar a produção dos efeitos essenciais que o contrato visava a produzir. Assim, também o descumprimento de deveres laterais, decorrentes da incidência do princípio da boa-fé, pode ensejar a resolução, se for capaz de comprometer o interesse do credor na utilidade da prestação.” TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. Op.cit., p. 159.

¹⁷⁹ “Produto da autonomia privada, a cláusula resolutiva expressa permite que o credor, diante da verificação do evento nela contemplado, opte entre exigir a execução do contrato pelo equivalente ou resolvê-lo extrajudicialmente, desvinculando-se da relação jurídica incapaz de promover sua função econômica-individual. Com efeito, a finalidade precípua da cláusula reside em viabilizar que o credor resolva de pleno direito, sem intervenção judicial, a relação contratual disfuncionalizada, liberando-se das obrigações assumidas e recuperando o que eventualmente já houver prestado.” TERRA, Aline de Miranda Valverde. **Cláusula resolutiva expressa**. Belo Horizonte: Fórum, 2017, p. 36.

¹⁸⁰ “A cláusula resolutiva expressa tem a vantagem não apenas de previamente elencar as hipóteses de inadimplemento essencial, autorizadoras da resolução, mas também de permitir a resolução de pleno direito, por mera notificação à outra parte, nos termos do art. 474 do Código Civil. Assim, eventual disputa judicial subsequente gerará decisão meramente declaratória, já que, salvo hipóteses especiais ressalvadas pelo legislador, a resolução terá se operado de pleno direito com a notificação.” TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. **Fundamentos do direito civil**. Vol. 3 – Contratos. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 161.

pleno direito, seus efeitos – salvo pelas exceções previstas em lei – retroagem à data do envio da notificação pela parte prejudicada ao devedor inadimplente¹⁸¹.

Especificamente sobre a cláusula resolutiva expressa é mister que os fatos e situações incluídos pelas partes como base para a resolução estejam muito bem definidos no contrato. Nesse sentido, destaca José Roberto de Castro Neves:

É importante, para o reconhecimento da cláusula resolutiva expressa, que o fato considerado como a violação do contrato apta a gerar a rescisão seja claramente definido e identificado. Com razão, não se reconhece a plena eficácia de cláusulas resolutivas genéricas, nas quais não esteja claro o acordo de vontade das partes no sentido de que determinada situação acarrete o fim do vínculo contratual. Como registra a doutrina, cláusulas resolutivas abertas não podem receber o mesmo tratamento dado às cláusulas expressas.¹⁸²

Como leciona Aline Terra em obra especialmente dedicada ao tema, a cláusula resolutiva expressa é produto da autonomia privada¹⁸³ das partes, cujo objetivo principal nada mais é do que promover, de forma clara, a alocação dos riscos¹⁸⁴ provenientes daquele determinado contrato. Além disso, a ausência de uma cláusula resolutiva expressa, como alerta Sérgio Botrel, gera uma

¹⁸¹ Sobre a polêmica e complexa diferenciação entre cláusula resolutiva expressa e condição resolutiva, veja-se: “A condição resolutiva configura elemento acidental cuja eficácia é automática: ocorrido o fato futuro e incerto, operam-se seus efeitos imediatamente, sem necessidade de qualquer atuação da parte a quem aproveita. Na cláusula resolutiva expressa ou tácita, por sua vez, a verificação do incumprimento definitivo não gera a resolução imediata, que depende do exercício do direito formativo extintivo, isto é, da manifestação de vontade do credor em favor da resolução.” TEPEDINO, Gustavo; OLIVA, Milena Donato. **Fundamentos do direito civil**. Vol. 1 – Teoria Geral do Direito Civil. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 304. No mesmo sentido, Micaela Fernandes: “A condição resolutiva e a cláusula resolutiva expressa são dois institutos com nome semelhante, mas que recebem disciplinas distintas no ordenamento vigente, com consequências também consideravelmente distintas para as partes em uma relação contratual. Ambos produzem efeito liberatório, desonerando os contratantes do cumprimento de determinada prestação que lhes competia até determinado momento (o que não exime as partes, a qualquer tempo, de respeitar os deveres de conduta previstos no negócio jurídico, bem como deveres impostos pela boa-fé objetiva). Todavia, enquanto a condição resolutiva trata de efeitos desejados ou no mínimo tolerados, a cláusula resolutiva expressa se refere a eventos, ainda que nomeadamente previstos, jamais desejados pelas partes, com repercussões objeto de tutela diferenciada em nosso ordenamento.” FERNANDES, Micaela Barros Barcelos. Distinção entre a condição resolutiva e a cláusula resolutiva expressa: repercussões na falência e na recuperação judicial. **Revista Brasileira de Direito Civil – RBDCivil**, Belo Horizonte, v. 20, p. 183-207, abr./jun. 2019.

¹⁸² CASTRO NEVES, José Roberto de. As “imperfeitas” cláusulas resolutivas. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (Coord.). **Inexecução das obrigações**: pressupostos, evolução e remédios. Volume I. Rio de Janeiro: Processo, 2020, p. 298.

¹⁸³ TERRA, Aline de Miranda Valverde. **Cláusula resolutiva expressa**. Belo Horizonte: Fórum, 2017, p. 36.

¹⁸⁴ “Dentre os diversos outros instrumentos privados de gestão de riscos contratuais, também a cláusula resolutiva expressa se firma coimo instituto privilegiado a desempenhar referida função, concedendo ao contratante não inadimplente “transferir o risco de sua insatisfação ao devedor”. Cuida-se de mais uma ferramenta à disposição dos contratantes destinada à alocação e (ou) disciplina dos efeitos dos riscos do negócio.” TERRA, Aline de Miranda Valverde. **Cláusula resolutiva expressa**. Belo Horizonte: Fórum, 2017, p. 23.

“insegurança desnecessária às partes”¹⁸⁵. Sobre a alocação dos riscos, faz-se referência à seguinte passagem da referida autora:

Todas essas regras visam disciplinar dois tipos de risco contratual, sistematizados por Guido Alpa da seguinte forma: (i) o risco de incumprimento, quando a prestação não é adimplida por culpa do devedor, por fato de terceiro, por fato do príncipe ou por caso fortuito; e (ii) o risco econômico, relacionado à diminuição da satisfação econômica do negócio, pela preexistência ou superveniência de circunstâncias previstas, previsíveis ou não previstas e imprevisíveis que, conquanto não conduzam ao inadimplemento em sentido técnico, desorganizam a economia originária do negócio. Apesar da distinção conceitual em abstrato, tais riscos se encontram entrelaçados *in concreto*.¹⁸⁶

É importante frisar que, independentemente do alcance da autonomia privada das partes, como regra geral, a cláusula resolutiva expressa visa disciplinar apenas o inadimplemento absoluto¹⁸⁷. No contexto da verificação do descumprimento, não se mostra suficiente apenas a identificação de uma perda no valor da prestação, há a necessidade de comprovação da impossibilidade do cumprimento da prestação pelo devedor ou da perda da utilidade no cumprimento daquela prestação para o credor¹⁸⁸.

Após a análise, ainda que panorâmica, sobre a resolução por inadimplemento (compreendendo a cláusula resolutiva expressa e tácita), cabe agora traçar um comparativo com a cláusula MAC. Adianta-se que não parece haver congruência entre as figuras pelo mais simples motivo: eles se baseiam em pressupostos diferentes. Ao passo que a resolução, como visto, encontra suporte na verificação de um descumprimento ou inadimplemento, no caso da cláusula

¹⁸⁵ “A rigor, uma das disposições contratuais de maior relevância é a cláusula resolutiva expressa, com a identificação detalhada das obrigações que, uma vez não cumpridas, conferem à parte prejudicada o direito de desfazer o contrato. A omissão do contrato em relação às hipóteses de resolução contratual gera insegurança desnecessária às partes.” COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. **Fusões e aquisições**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 320.

¹⁸⁶ TERRA, Aline de Miranda Valverde. **Cláusula resolutiva expressa**. Belo Horizonte: Fórum, 2017, p. 51.

¹⁸⁷ Aline Terra defende uma possível expansão do suporte-fático da cláusula resolutiva expressa para abarcar outras situações equivalentes ao inadimplemento absoluto. Veja-se: “Não se advoga aqui, em favor da expansão dos instrumentos resolutórios, que autorizaria a autotutela sem previsão legal, mas apenas da possibilidade de, por meio de leitura funcional da cláusula resolutiva expressa, dilatar seu suporte fático para também abarcar a gestão de outros riscos, além do inadimplemento absoluto, a permitir estender a autotutela para situações funcionalmente equivalentes àquela já admitida em lei.” TERRA, Aline de Miranda Valverde. **Cláusula resolutiva expressa**. Belo Horizonte: Fórum, 2017, p. 57.

¹⁸⁸ “Imprescindível à resolução, frise-se, que a impossibilidade parcial ou temporária decorrente do evento fortuito conduza, inequivocamente, à inutilidade da prestação para o credor. (...) Não é suficiente que a prestação se torne menos valiosa, sem repercussões na sua utilidade; indispensável que se torne incapaz de promover o interesse perseguido pelas partes.” TERRA, Aline de Miranda Valverde. **Cláusula resolutiva expressa**. Belo Horizonte: Fórum, 2017, p. 91.

MAC, a extinção do vínculo contratual não decorre de inadimplemento, mas puramente da identificação da ocorrência de uma daquelas situações definidas como MAC no contrato¹⁸⁹.

Além disso, “as cláusulas de evento ou mudanças depreciativas [MAC] implicam uma desvinculação extrajudicial sem custos, e não “resolução típica”. Poderão, em algumas situações, resultar no dever de renegociar o conteúdo contratual ou alteração do preço, mas estipulações nesse sentido não são usuais”¹⁹⁰. A cláusula MAC decorre exclusivamente da vontade das partes e a resolução, em sentido amplo, depende, em regra, da identificação de um inadimplemento propriamente dito e, no caso da cláusula resolutiva tácita depende, ainda, de posterior apreciação e manifestação pelo Poder Judiciário.

É importante frisar, ainda, que, apesar da existência de uma cláusula MAC, os contratos de M&A convivem, também, com seções específicas que lidam exclusivamente com as hipóteses de rescisão e resolução contratual, diante de certas situações, sempre baseadas no inadimplemento ou descumprimento de obrigações contratuais. Essa segregação entre as figuras – MAC e resolução – dentro do próprio contrato de M&A serve para reforçar o entendimento de que elas partem de pressupostos diferentes.

Avançando na análise, retoma-se a referência à resolução por onerosidade excessiva¹⁹¹ para verificar agora sua proximidade estrutural com a cláusula MAC. No entendimento de Fernanda Martins Costa, “em nosso sistema jurídico, o comando legal que mais se aproxima da situação regulada pela cláusula de evento e/ou mudanças depreciativas diz respeito à resolução por onerosidade excessiva nos contratos bilaterais (artigo 478 do Código Civil), cujos elementos do suporte fático são: a existência de válido contrato ‘de execução continuada ou diferida’; que implique excessiva onerosidade para uma das partes com ‘extrema vantagem’ da outra parte; e a onerosidade excessiva ocorrendo em virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis. Trata-se, assim, de uma das

¹⁸⁹ Nesse mesmo sentido: “O foco da desconstituição do vínculo contratual na cláusula resolutiva expressa está no *inadimplemento*, enquanto na obrigação-veículo o foco da desconstituição do vínculo está na não realização do evento condicional.” COSTA, Fernanda Mynarski Martins. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 105.

¹⁹⁰ COSTA, Fernanda Mynarski Martins. Op.cit., p. 120.

¹⁹¹ Faz-se referência ao Capítulo I, item 1.3.4 deste trabalho.

*fontes de regras adaptativas entre o contrato e a realidade modificada por novas circunstâncias, com previsão legal*¹⁹².

De acordo com o art. 478 do Código Civil, um dos pressupostos para a aplicação da resolução por onerosidade excessiva é a verificação de eventos imprevisíveis e extraordinários. Ora, na cláusula MAC não estão presentes esses pressupostos¹⁹³, uma vez que as próprias partes, em um exercício de distribuição dos riscos, dão previsibilidade a certos riscos advindos de eventos tidos, a priori, como imprevisíveis ou extraordinários. Em outras palavras: as partes preveem eventos extraordinários e acabam por inclui-los, deliberadamente, dentro do programa contratual, numa espécie de “contratualização ou normalização” da álea extraordinária do negócio. Em complemento, concorda-se com Fernanda Martins Costa¹⁹⁴, ao se afirmar que na cláusula MAC tampouco há a exigência pela comprovação de extrema vantagem para a outra parte – não há, por assim dizer, uma análise de mérito do evento MAC –, a cláusula é autoaplicável.

Considerando o acima, “certo é que a cláusula de eventos e/ou mudanças depreciativas e a resolução por onerosidade excessiva diferenciam-se significativamente quanto às suas intensidades e alcances”.¹⁹⁵

Dessa forma, conclui-se que a cláusula MAC difere da resolução por onerosidade excessiva e da resolução por inadimplemento absoluto. Difere da resolução “normal”, pois a cláusula MAC, como visto, não contém em seu pressuposto um inadimplemento, mas sim um evento MAC (que não necessariamente se equivale, de pronto, a um inadimplemento). Por outro lado, afasta-se da resolução por onerosidade excessiva, uma vez que a cláusula MAC acaba, em última análise, por derogar os institutos da teoria da imprevisão e da

¹⁹² COSTA, Fernanda Mynarski Martins. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 120.

¹⁹³ “A incidência da resolução por onerosidade excessiva exige, como visto, que o evento seja imprevisível e extraordinário. Estas consideráveis exigências não são exigidas na cláusula de evento e/ou mudanças depreciativas, podendo a distribuição de riscos se realizar conforme os critérios de previsibilidade como de possibilidade de materialização dos riscos.” COSTA, Fernanda Mynarski Martins. Op.cit., p. 122.

¹⁹⁴ COSTA, Fernanda Mynarski Martins. Op.cit., p. 123.

¹⁹⁵ COSTA, Fernanda Mynarski Martins. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 121.

onerosidade excessiva pelo simples fato de que acaba com seus pressupostos básicos¹⁹⁶.

2.2.5 Resilição unilateral (denúncia)

Por fim, surge a reflexão com relação à resilição unilateral convencional, prevista juntamente com o distrato (ou resilição bilateral), nos arts. 472 e 473¹⁹⁷ do Código Civil. Relembre-se que, na resilição, ocorre a extinção do contrato pela mera declaração de vontade de uma ou ambas as partes, não havendo relação, *a priori*, positiva ou negativa com a consecução do objeto do contrato. É diferente da resolução em que há a extinção motivada pelo descumprimento ou inadimplemento absoluto de uma das partes. Na resilição, há o surgimento de um direito potestativo, um direito formativo-extintivo, oriundo exclusivamente da manifestação da vontade das partes nesse sentido¹⁹⁸. Veja-se que é exatamente o que ocorre na cláusula MAC, em que surge para o sujeito o direito de se retirar daquela relação contratual eximindo-se da obrigação assumida no contrato, quando da verificação do evento MAC.

Sabe-se que, de acordo com o art. 473 do Código Civil, a resilição unilateral opera-se mediante denúncia, ou seja, mediante comunicação de uma parte a outra. Há na doutrina discussão sobre a classificação entre o que seria denúncia cheia e denúncia vazia. A denúncia cheia seria aquela que encontra motivo em algum dispositivo legal ou contratual. Alguns autores criticam essa

¹⁹⁶ “A construção, conquanto engenhosa, acaba sendo facilmente contornada na prática contratual, não sendo incomum que as partes contemplem em cláusulas contratuais acontecimentos teoricamente imprevisíveis (greves, por exemplo) que passam, por isso mesmo, a serem considerados como fatos previstos pelos contratantes, escapando, por essa só razão, à incidência dos arts. 317 e 478 a 480 do Código Civil. A revisão e a resolução contratual por excessiva onerosidade ficam, assim, afastadas não pela derrogação das partes, mas pela ausência de preenchimento dos pressupostos indicados nos referidos enunciados normativos, de modo que a anunciada imperatividade daquelas normas acaba por exercer um papel puramente ficcional”. SCHREIBER, Anderson. **Equilíbrio contratual e dever de renegociar**. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020, p. 410.

¹⁹⁷ **Art. 472.** O distrato faz-se pela mesma forma exigida para o contrato. **Art. 473.** A resilição unilateral, nos casos em que a lei expressa ou implicitamente o permita, opera mediante denúncia notificada à outra parte. **Parágrafo único.** Se, porém, dada a natureza do contrato, uma das partes houver feito investimentos consideráveis para a sua execução, a denúncia unilateral só produzirá efeito depois de transcorrido prazo compatível com a natureza e o vulto dos investimentos.

¹⁹⁸ Note-se que, etimologicamente, o verbo “resilir” significa o ato de voltar atrás e, no caso específico de um contrato, o ato de se retratar da vontade inicialmente manifestada.

noção alegando que se há denúncia cheia estar-se-ia diante de uma hipótese de resolução, já que se há motivo para extinção haveria inadimplemento absoluto¹⁹⁹.

Entende-se que há espaço para reflexão sobre esse ponto a partir da análise da estrutura da cláusula MAC. Na cláusula MAC, o motivo para eventual denúncia do contrato seria justamente a ocorrência do evento MAC que, *a priori*, não faz incidir necessariamente qualquer descumprimento ou inadimplemento absoluto. É possível que o evento MAC venha a se tornar hipótese de inadimplemento absoluto, no entanto, não é uma certeza desde o momento de sua verificação.

Sobre o acima e a título de exemplo (que corrobora o dito acima) menciona-se o caso AB Stable VIII LLC v Maps Hotels and Resorts One LLC (já citado no primeiro capítulo desta dissertação). Naquela ocasião a corte de Delaware não reconheceu a ocorrência do evento MAC (comprador alegou que os efeitos da pandemia configurariam um MAC), mas sim o descumprimento de uma obrigação de condução dos negócios no curso ordinário que, consequentemente, dava ao comprador a possibilidade de rescindir o contrato de compra e venda. Ou seja, apesar de a invocação da cláusula MAC e o descumprimento de obrigações terem resultado igual, qual seja o término do contrato, contratualmente, são tratados de forma diferente o que reforça a ideia de que as partes não enxergam necessariamente no MAC uma hipótese de inadimplemento, mas simplesmente um evento extraordinário, que dada sua natureza incontável, confere às partes o direito de rescindir o contrato.

Nesse sentido, não seria possível, portanto, reconhecer na cláusula MAC uma hipótese de resilição unilateral convencional, por meio de denúncia cheia, motivada na ocorrência do evento MAC?

Muito embora, normalmente, a denúncia seja caracterizada como o modo próprio ao desfazimento das obrigações duradouras (não sendo esse o caso dos contratos de compra e venda de participação societária com fechamento diferido), excepcionalmente admite-se a denúncia em contratos de duração que não configuram obrigações duradouras em sentido estrito, como a empreitada, assim

¹⁹⁹ “No entanto, a chamada denúncia cheia corresponde, a rigor, à resolução do contrato, seja em virtude de previsão contratual que estabelece os eventos cuja ocorrência autoriza o exercício do direito de resolução, seja nas hipóteses em que o legislador definiu previamente os fatos que autorizam a resolução contratual.” TEPELINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. **Fundamentos do direito civil**. Vol. 3 – Contratos. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 152.

também podendo ocorrer na compra e venda de participações societárias com fechamento diferido.

É justamente o que se verifica na cláusula MAC, a qual, uma vez atuada, importará em denúncia motivada, constituída por fonte negocial, permitindo-se às partes, na sua ocorrência, extinguir a relação contratual²⁰⁰.

Essa leitura, inclusive, encontra-se em linha com o que se critica há tempos na doutrina, que é a superação do binômio adimplemento-inadimplemento quando se trata da extinção das obrigações²⁰¹. A resilição clássica, por si só, já é um instituto que se encontra excluído de tal noção, uma vez que se baseia na mera vontade e não no adimplemento ou inadimplemento das obrigações contratuais. A denúncia do contrato, seja ela motivada ou imotivada, implica a cessação da eficácia daquele contrato (com efeitos *ex nunc*) e, diferentemente da resolução, não encontra no inadimplemento sua causa precípua.

Dessa forma, entende-se que a cláusula MAC também se encontra, na sua origem, fora do espectro do adimplemento ou inadimplemento, pelo simples motivo de que a mera ocorrência de um evento – gatilho para a aplicação da cláusula MAC – não configura, de pronto, um inadimplemento. Em outras palavras, é como se estivesse se falando de uma possibilidade/expectativa do inadimplemento diante da ocorrência de determinado evento²⁰². Defensável afirmar que, de certa forma, a cláusula MAC também se encontra inserida nesse campo cinzento. Assim sendo, é inegável que a cláusula MAC – tal como delineada neste trabalho – encerra hipótese de resilição unilateral convencional²⁰³: diante da ocorrência de um evento (definido como MAC) que altera substancialmente as bases comerciais e econômicas de determinado contrato, a parte prejudicada poderá denunciar o contrato (nos termos do art. 473 do Código

²⁰⁰ MARTINS-COSTA, Judith; COSTA E SILVA, Paula. **Crise e Perturbações no Cumprimento da Prestação**. Estudo de Direito Comparado Luso-Brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 138.

²⁰¹ VIÉGAS, Francisco de Assis. **Denúncia Contratual e Dever de Pré-aviso**. Belo Horizonte: Fórum, 2019, p. 21.

²⁰² Aqui a cláusula MAC se aproximaria, de certa forma, da figura de exceção de insegurança que, apesar de não se relacionar com a extinção do vínculo contratual, funciona como um mecanismo de defesa/proteção contra uma perda patrimonial substancial da outra parte). Tal figura decorre do disposto no art. 477 do Código Civil: **Art. 477**. Se, depois de concluído o contrato, sobrevier a uma das partes contratantes diminuição em seu patrimônio capaz de comprometer ou tornar duvidosa a prestação pela qual se obrigou, pode a outra recusar-se à prestação que lhe incumbe, até que aquela satisfaça a que lhe compete ou dê garantia bastante de satisfazê-la.

²⁰³ COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. **Fusões e aquisições**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 297. No mesmo sentido, WALD, Arnoldo; MORAES, Luiza Rangel; WAISBERG, Ivo. Fusões, incorporações e aquisições – aspectos societários, contratuais e regulatórios. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (coord.). **Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 56.

Civil), mediante simples manifestação de vontade e com base no dispositivo contratual aplicável (a cláusula MAC).

CAPÍTULO 3 – A cláusula MAC como efetivo mecanismo de gestão do risco decorrente do desequilíbrio contratual superveniente

3.1 Princípios contemporâneos do Direito Civil: princípio do equilíbrio contratual

Após a promulgação da Constituição Federal em 1988 e, sobretudo, com a edição do Código Civil de 2002 eclodiram os chamados “novos princípios contratuais” ou “princípios contratuais contemporâneos”, quais sejam (i) a boa-fé objetiva, (ii) a função social dos contratos e (iii) o equilíbrio contratual. Tais princípios surgiram como reflexo do “impacto da tábua axiológica estabelecida pelo texto constitucional”²⁰⁴ e passaram a ter um papel de relativização dos princípios clássicos do Direito dos Contratos, anteriormente considerados como absolutos: (i) a liberdade de contratar, (ii) a relatividade dos contratos e (iii) a força obrigatória dos contratos (*pacta sunt servanda*).²⁰⁵

No presente momento, a análise se voltará, contudo, apenas para o princípio do equilíbrio contratual – que se contrapõe ao princípio tradicional da força obrigatória dos contratos²⁰⁶ –, uma vez que é aquele que guarda maior ligação com o fator temporal no âmbito dos contratos, e será realizada na exata medida necessária ao desenvolvimento do tema desta dissertação. Há inúmeras discussões a respeito do princípio do equilíbrio contratual, começando, inclusive,

²⁰⁴ TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. **Fundamentos do direito civil**. Vol. 3 – Contratos. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 37.

²⁰⁵ SCHREIBER, Anderson. **Equilíbrio contratual e dever de renegociar**. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020, p. 30.

²⁰⁶ “(...) o princípio da força obrigatória do contrato significa, em essência, a irreversibilidade da palavra empenhada. A ordem jurídica oferece a cada um a possibilidade de contratar, e dá-lhe a liberdade de escolher os termos da avença, segundo as suas preferências. (...) Foram as partes que escolheram os termos de sua vinculação, e assumiram todos os riscos. A elas não cabe reclamar, e ao juiz não é dado preocupar-se com a severidade das cláusulas aceitas, que não podem ser atacadas sob a invocação de princípios de equidade, salvo a intercorrência de causa adiante minudenciada. (...) O princípio da força obrigatória do contrato contém ínsita uma ideia que reflete o máximo do subjetivismo que a ordem legal oferece: a palavra individual, enunciada na conformidade da lei, encerra uma centelha de criação, tão forte e tão profunda, que não comporta retração, e tão imperiosa que, depois de adquirir vida, nem o Estado mesmo, a não ser excepcionalmente, pode intervir, com o propósito de mudar o curso de seus efeitos.” PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Vol. 3. Contratos. Atual. Caitlin Mulholland. 19ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p. 13-14.

por sua própria denominação²⁰⁷. De toda forma, para fins de didática, referir-se-á a tal princípio apenas como “equilíbrio contratual ou econômico”.

Diferentemente da boa-fé objetiva e da função social dos contratos, o equilíbrio contratual não é citado nominal e expressamente em nenhum dispositivo do Código Civil de 2002. Na realidade, sua existência se origina da produção doutrinária, que busca sua origem com base em regras existentes no Código Civil de 2002 e com base no disposto na Constituição Federal de 1988. Faz-se referência, portanto, ao princípio do equilíbrio econômico embutido em institutos como o estado de perigo (art. 156 do Código Civil²⁰⁸), a lesão (art. 157 do Código Civil²⁰⁹), a resolução e a revisão contratual por onerosidade excessiva (arts. 317 e 478 a 480 do Código Civil²¹⁰). Os dispositivos ora mencionados reforçam a ideia de uma orientação geral de nosso ordenamento jurídico em benefício das relações contratuais equilibradas ou, ao menos, “daquelas não exageradamente desequilibradas”²¹¹.

Apesar das inúmeras discussões a respeito do que seria efetivamente o princípio do equilíbrio contratual, há de se reconhecer que, na realidade, o que está por trás é a proteção dos valores constitucionais da solidariedade social e da igualdade substancial ou material. Em outras palavras, busca-se, portanto, o

²⁰⁷ “Aqui a situação parece ainda mais desafiadora, a começar pela nomenclatura: não faltam propostas alternativas de denominação. Alude-se, nesse sentido, a princípio do equilíbrio das prestações, princípio da equivalência material dos contratos, princípio do equilíbrio econômico do contrato, princípio do equilíbrio econômico-financeiro, princípio da igualdade material contratual, princípio da justiça contratual, entre outras designações.” SCHREIBER, Anderson. **Equilíbrio contratual e dever de renegociar**. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020, p. 39.

²⁰⁸ “**Art. 156.** Configura-se o estado de perigo quando alguém, premido da necessidade de salvar-se, ou a pessoa de sua família, de grave dano conhecido pela outra parte, assume obrigação excessivamente onerosa. Parágrafo único. Tratando-se de pessoa não pertencente à família do declarante, o juiz decidirá segundo as circunstâncias.”

²⁰⁹ “**Art. 157.** Ocorre a lesão quando uma pessoa, sob premente necessidade, ou por inexperiência, se obriga a prestação manifestamente desproporcional ao valor da prestação oposta. § 1º Aprecia-se a desproporção das prestações segundo os valores vigentes ao tempo em que foi celebrado o negócio jurídico. § 2º Não se decretará a anulação do negócio, se for oferecido suplemento suficiente, ou se a parte favorecida concordar com a redução do proveito.”

²¹⁰ “**Art. 317.** Quando, por motivos imprevisíveis, sobrevier desproporção manifesta entre o valor da prestação devida e o do momento de sua execução, poderá o juiz corrigi-lo, a pedido da parte, de modo que assegure, quanto possível, o valor real da prestação. **Art. 478.** Nos contratos de execução continuada ou diferida, se a prestação de uma das partes se tornar excessivamente onerosa, com extrema vantagem para a outra, em virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis, poderá o devedor pedir a resolução do contrato. Os efeitos da sentença que a decretar retroagirão à data da citação. **Art. 479.** A resolução poderá ser evitada, oferecendo-se o réu a modificar equitativamente as condições do contrato. **Art. 480.** Se no contrato as obrigações couberem a apenas uma das partes, poderá ela pleitear que a sua prestação seja reduzida, ou alterado o modo de executá-la, a fim de evitar a onerosidade excessiva.”

²¹¹ SCHREIBER, Anderson. Op.cit., p. 42.

atendimento a imperativos de justiça e proporcionalidade no âmbito dos contratos²¹². A justiça do contrato²¹³ residiria justamente na manutenção da proporção entre as prestações livremente acordadas entre as partes e que sejam, e permaneçam, ao longo do tempo, merecedoras de tutela jurídica²¹⁴.

É importante frisar e notar, no entanto, que o princípio do equilíbrio contratual surge, também, como mecanismo de temperança da força obrigatória dos contratos²¹⁵. Em linhas gerais, o respeito à obrigatoriedade das cláusulas contratuais livremente acordadas (e decorrente da livre manifestação de vontade das partes) permanece como a regra, sendo o princípio do equilíbrio contratual um mecanismo a ser utilizado excepcionalmente para os casos em que seja verificada uma efetiva desproporção entre as prestações e dentro dos parâmetros legais estabelecidos pelo ordenamento jurídico.

Todo contrato é previsão e em todo contrato há margem de oscilação do ganho e da perda, em termos que permitem o lucro ou prejuízo. Ao direito não podem afetar estas vicissitudes, desde que constringidas nas margens do lícito, mas, quando é ultrapassado um grau de razoabilidade, que o jogo da concorrência livre tolera, e é atingido o plano de desequilíbrio, não pode omitir-se o homem do direito, e deixar que em nome da ordem jurídica e por amor ao princípio da obrigatoriedade do contrato um dos contratantes leve o outro à ruína completa, e extraia para si o máximo benefício.²¹⁶

Feitas as notas introdutórias a respeito do equilíbrio contratual, passa-se agora a uma breve análise sobre o reconhecimento ou não da autonomia do

²¹² “Na experiência brasileira, a passagem do modelo clássico para o contemporâneo da teoria contratual, com o consequente surgimento de novos princípios, tem por referência normativa fundamental a Constituição da República de 1988, que consagrou os valores da dignidade da pessoa humana (art. 1º, III, CR), da solidariedade social (art. 3º, I) e da isonomia substancial (art. 3º, III). Na esteira da nova ordem jurídica assim delineada, nitidamente solidarista, promulgou-se a Lei 8.078/90, o Código de Defesa do Consumidor, que transporta para a disciplina legal dos contratos a nova tábua de valores. Tais normas mitigam, nas relações paritárias, os contornos dos princípios contratuais tradicionais, alterando-os qualitativamente, de modo a delinear a nova dogmática dos contratos.” TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. **Fundamentos do direito civil**. Vol. 3 – Contratos. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 38.

²¹³ “(...) a justiça do contratual deixa de ser avaliada com base na vontade arbitrária, no subjetivismo dos contrastantes, e passa a depender de avaliação concreta do seu interesse a partir da específica disciplina contratual.” TERRA, Aline de Miranda Valverde. **Cláusula resolutiva expressa**. Belo Horizonte: Fórum, 2017, P. 27.

²¹⁴ TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. Op.cit., p. 54.

²¹⁵ “A figura conheceu notável repercussão doutrinária, impulsionada pela sua vinculação a um dos que se convencionou denominar “novos princípios contratuais” – o princípio do equilíbrio econômico —, e pelo ambiente propício à funcionalização dos institutos jurídicos e à mitigação do pacta sunt servanda.” MARINO, Francisco de Paulo de Crescenzo. **Revisão contratual: onerosidade excessiva e modificação contratual equitativa**. São Paulo: Almedina, 2020, p. 13.

²¹⁶ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Vol. 3. Contratos. Atual. Caitlin Mulholland. 19ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2015, p. 141.

princípio do equilíbrio contratual, passando, depois, para o debate específico sobre a possibilidade de afastamento da tutela legal referente ao desequilíbrio contratual nas hipóteses de previsão expressa de uma cláusula MAC nos contratos de M&A.

3.1.1 (Não) reconhecimento do princípio do equilíbrio contratual como princípio autônomo

Como visto acima, dentre os chamados princípios contemporâneos do Direito Civil encontra-se aquele que visa a preservação do equilíbrio contratual. Muito se discute se ele seria realmente um princípio de aplicação autônoma, isto é, cuja aplicação e reconhecimento independem de dispositivo legal exposto prevendo-o²¹⁷. Essa discussão reside no fato de que o princípio do equilíbrio econômico se encontra, como visto, atrelado a outros institutos e regras já existentes no ordenamento (lesão, estado de perigo, teoria da imprevisão, resolução e revisão por onerosidade excessiva)²¹⁸, sem que haja uma menção expressa a ele, como ocorre com a boa-fé objetiva e a função social dos contratos. Nesse sentido, ao vincular a existência do “princípio” do equilíbrio contratual a regras positivadas em nosso ordenamento jurídico (como visto acima) ocorre que sua aplicação prática e concreta acaba por depender da verificação e observância de todos os requisitos impostos na legislação para sua ocorrência²¹⁹.

²¹⁷ “Aqui, é preciso evitar ambiguidades: ou o chamado princípio do equilíbrio contratual é realmente um princípio, de modo que sua utilidade ultrapassa as hipóteses específicas disciplinadas pelo legislador em normas regulamentares, ou sua aplicação exaure-se nessas normas específicas, representando mera duplicação que não justifica sua designação como princípio. A importância dessa distinção não pode ser desprezada, tanto mais em uma experiência jurídica como a brasileira, em que o reconhecimento da normatividade dos princípios constitucionais e sua direta aplicação às relações privadas têm resultado em uma transformação tão profunda quanto alvissareira no campo do Direito Civil. Daí por que se faz imperativo responder se há ou não há um princípio do equilíbrio contratual.” SCHREIBER, Anderson. **Equilíbrio contratual e dever de renegociar**. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020, p. 48.

²¹⁸ Há de se ressaltar, todavia, que “em todos esses dispositivos, o legislador cedeu à ótica voluntarista e acostou ao desequilíbrio contratual requisitos ligados à vontade dos contratantes, como “inexperiência” ou “necessidade”, ou então circunstâncias “extraordinárias” que não podiam ser previstas pelas partes quando da celebração do contrato, a dificultar a configuração do desequilíbrio de forma objetiva.” TERRA, Aline de Miranda Valverde, KONDER, Carlos Nelson e GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Boa-fé, função social e equilíbrio contratual: reflexões a partir de alguns dados empíricos. In: **Princípios Contratuais aplicados: boa-fé, função social e equilíbrio contratual à luz da jurisprudência**. Indaiatuba/SP: Foco, 2019, p. 16.

²¹⁹ Como destacam Carlos Konder, Aline Terra e Gisela Sampaio – com base em dados empíricos – talvez pelo fato de não haver menção expressa ao princípio do equilíbrio contratual, “doutrina e

Para Anderson Schreiber o princípio do equilíbrio contratual é autônomo, pouco importando o fato de que ele não esteja determinado em termos gerais pelo Código Civil de 2002:

A passagem de uma autonomia da vontade, considerada como fim em si mesma, para uma autonomia privada funcionalizada à concretização dos valores fundamentais do ordenamento jurídico atinge em cheio o instituto do contrato, cuja proteção passa a depender não apenas de sua utilidade social (função social do contrato), mas também do fato de que possa exprimir um exercício da autonomia privada dirigido à consideração do outro (boa-fé objetiva) e à construção de uma relação objetivamente equilibrada. É nesse último aspecto que ascende em importância o reconhecimento de um princípio do equilíbrio contratual, como meio de assegurar que o merecimento de tutela dos contratos restará permanentemente condicionado à verificação de que seu objeto se afigura equilibrado.²²⁰

Para outros autores, como é o caso de Judith Martins-Costa, não existiria um caráter geral aplicado ao princípio do equilíbrio contratual:

(...) não há um princípio do equilíbrio com caráter geral, mas há institutos que preveem soluções para situações pontuais de desequilíbrio. Sendo o princípio do equilíbrio inexpressão com *caráter geral* no Código Civil – e, portanto, deduzido de um conjunto de regras e de institutos contidos naquele Código – parece incontroverso estarem o seu sentido e os seus limites orientados por aquelas mesmas regras e institutos.²²¹

Francisco Marino defende, nesse contexto, que a própria origem do princípio do equilíbrio econômico também é responsável por estabelecer os limites de sua aplicação. Dessa forma, segundo Marino²²², a própria solução encontrada pelo legislador de resolver o contrato diante da onerosidade excessiva já é uma forma de tutela do equilíbrio econômico.

jurisprudência tenham relegado, por tanto tempo, o princípio do equilíbrio a uma espécie de princípio de segunda categoria, não lhe reconhecendo aplicação autônoma, independente das expressas previsões legais e de seus requisitos subjetivos. O reconhecimento de um verdadeiro princípio do equilíbrio econômico do contrato requer, segundo se afirma, sua aplicação desvinculada de requisitos subjetivos, bem como das expressas positivamente feitas pelo legislador de 2002. Fato, é, contudo, que o grande embate doutrinário acerca da existência, ou não, de um princípio do equilíbrio pouco se reflete na jurisprudência do TJRJ, que em poucas oportunidades o aplica de forma autônoma, como se verá adiante.” TERRA, Aline de Miranda Valverde, KONDER, Carlos Nelson e GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Boa-fé, função social e equilíbrio contratual: reflexões a partir de alguns dados empíricos. In: **Princípios Contratuais aplicados: boa-fé, função social e equilíbrio contratual à luz da jurisprudência**. Indaiatuba/SP: Foco, 2019, p. 16.

²²⁰ SCHREIBER, Anderson. **Equilíbrio contratual e dever de renegociar**. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020, p. 48.

²²¹ MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 594.

²²² MARINO, Francisco de Paulo de Crescenzo. **Revisão contratual: onerosidade excessiva e modificação contratual equitativa**. São Paulo: Almedina, 2020, p. 41.

Na linha do pensamento acima exposto, o que fica evidente é que há uma preocupação, em nosso ordenamento, com a manutenção do equilíbrio contratual, mas, por respeito à força obrigatória dos contratos, o “princípio” estaria circunscrito dentro dos limites e requisitos – ainda que subjetivos – impostos pelas regras positivadas em no Código Civil e já exploradas mais acima.

Há de se lembrar que o “princípio” do equilíbrio contratual e econômico busca justamente garantir que não haja uma irrazoável e manifesta desproporção entre as prestações das partes, em razão de circunstâncias extraordinárias, imprevisíveis e supervenientes. Nesse sentido, a consequência lógica de sua aplicação, como já exposto ao longo do trabalho, seria a resolução ou a revisão dos termos do contrato. Sendo este o resultado da aplicação do equilíbrio contratual e, tendo em vista que ainda prevalece o cânone da força obrigatória dos contratos – que, em última análise, garante a circulação de riquezas com segurança jurídica –, há de se chegar ao consenso que, ao falarmos de aplicação do equilíbrio econômico contratual, está-se diante de uma situação de excepcionalidade, fora do curso ordinário do contrato. Sendo assim, nada mais justo que esse princípio esteja, portanto, sujeito a limites, requisitos e regras já determinados na legislação, sem conceder espaço exacerbado para uma interpretação e aplicação extensiva.

Veja-se que, apesar de desnecessário, a Lei da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019) veio, de alguma maneira, reforçar o entendimento acima, ao deixar claro, com a inclusão do parágrafo único ao art. 421²²³ e do art. 421-A²²⁴ ao Código Civil, que a revisão contratual é algo excepcional. Ora, como relatado acima, isso já está evidente em nosso Código Civil, ao permitir a revisão e resolução contratual no âmbito dos arts. 317 e 478 a 480²²⁵. Mister, portanto, citar a seguinte passagem de Judith Martins-Costa e Paula Costa e Silva:

²²³ **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.

²²⁴ **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.

As poucas possibilidades revisivas dos contratos regidos pelo Código Civil – a contrastar com a ampla revisibilidade consagrada no âmbito das relações de consumo – foram sublinhadas com o advento da chamada Lei da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874, de 20.09.2019). Explica-se: em busca de um fundamento que permite ampliar as hipóteses de revisão contratual, parte da doutrina posterior ao Código Civil cogitava de encontrar no princípio da função social do contrato, inscrito no art. 421, o fundamento para tanto. A inserção de um parágrafo único ao art. 421 veio justamente para objetar esse entendimento, determinando-se: “nas relações contratuais privadas, prevalecerão o princípio da intervenção mínima e a excepcionalidade da revisão contratual”. Acrescem os adendos – art. 421-A – a determinar que, presumindo-se paritários e simétricos os contratos civis e empresariais, garantido estará que “III – a revisão contratual somente ocorrerá de maneira excepcional e limitada”. A rigor, porém, essa Lei não diz nada que já não estivesse no sistema, pois dada a função precípua do contrato como instituto jurídico calcado na estabilização, no tempo, de direitos de crédito e de obrigações de cumprimento, toda revisão contratual é *per se* excepcional.²²⁶

De toda forma, e apesar da profunda discussão em torno do reconhecimento ou não da autonomia do princípio do equilíbrio contratual e suas vicissitudes, não há dúvidas de que o sistema legal brasileiro reconhece e valoriza a necessidade de proteção às alterações supervenientes das circunstâncias econômicas do contrato, já seja por meio do reconhecimento de um princípio geral ou pela mera existência de institutos positivados em nosso ordenamento que visam justamente lidar com as situações de desequilíbrio. Veja-se, portanto, como se enquadraria a cláusula MAC dentro desse espectro, do ponto de vista de suas principais funções e do diálogo com a tutela legal existente.

3.2 Possibilidade de afastamento da tutela legal do direito de renegociação e revisão dos contratos (imprevisão ou onerosidade excessiva)

Como se viu no capítulo anterior, entende-se que a cláusula MAC – dentro da lógica das operações de M&A – operaria, principalmente, como uma hipótese de resilição unilateral convencional dentro dos contratos de M&A, a ser acionada por uma das partes mediante denúncia (notificação à outra), lastreada na cláusula contratual que prevê os eventos MAC e sua consequência. Hipótese diversa ocorre quando, diante de um evento extraordinário e (im)previsível, as partes discordam

²²⁶ MARTINS-COSTA, Judith; COSTA E SILVA, Paula. **Crise e Perturbações no Cumprimento da Prestação**. Estudo de Direito Comparado Luso-Brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 212.

sobre sua qualificação como um MAC efetivo dentro daquele programa contratual. Nesse caso, o que se questiona é o seguinte: mesmo nos casos em que haja uma previsão expressa da cláusula MAC, poderiam as partes, no Brasil, recorrer, de forma subsidiária, à teoria da imprevisão e/ou da onerosidade excessiva nos casos de não reconhecimento de um evento como MAC ou, ainda, em caso de discordância entre as partes? É o que se pretende explorar neste capítulo.

De fato, é importante recordar que a regra geral em nosso ordenamento jurídico é de que a intervenção e revisão do conteúdo contratual deve ser a exceção, sendo prestigiada a força obrigatória do contrato²²⁷. Autores têm defendido a ideia de que a Lei da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019) reforçou essa lógica de intervenção excepcional por parte do Estado (Judiciário)²²⁸ ao positivá-la no Código Civil²²⁹. Na realidade, a lei apenas reiterou o que já era pacífico na doutrina²³⁰. Sob outra perspectiva, não é porque agora a regra está

²²⁷ Nesse sentido: “A revisão contratual já era mecanismo excepcional no direito brasileiro, sendo aplicável apenas quando preenchidos os requisitos objetivos previstos nos arts. 317, 478, 479 do Código Civil supracitados ou no art. 6º, inc. V, do Código de Defesa do Consumidor.” NALIN, Paulo; PIMENTEL, Mariana Barsaglia; PAVAN, Vitor Ottoboni. Interpretação, integração e reequilíbrio dos contratos em tempos de pandemia: análise das alterações promovidas pela Lei nº 13.874/2019 à luz da legalidade constitucional. **Revista Brasileira de Direito Civil – RBD Civil**, Belo Horizonte, v. 25, p. 329-352, jul./set. 2020, p. 342.

²²⁸ Nesse sentido, especificamente sobre a cláusula MAC e sua relação com a tutela legal do desequilíbrio econômico superveniente, citam-se Sabrina Naritomi e Manoela Penteado ao afirmar: “(...) um importante efeito da pandemia parece ser justamente a consolidação do entendimento de que se deve privilegiar os contornos estabelecidos pelas cláusulas de MAE negociadas entre as partes e evitar intervenção nas relações privadas com fundamento na aplicação da teoria da imprevisão/onerosidade excessiva. Essa lógica respalda-se no princípio constitucional da livre contratação, reforçado pela Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019 (Lei da Liberdade Econômica) que introduziu parágrafo único do artigo 421 ao Código Civil, para prever que “nas relações contratuais privadas, prevalecerão o princípio da intervenção mínima e a excepcionalidade da revisão contratual.” NARITOMI, Sabrina; ALMEIDA, Manoela Penteado de. Efeitos da Pandemia de Covid-19 nos Contratos de M&A. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (Organizadoras). **Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020. p. 312.

²²⁹ Sobre a inclusão da expressão “intervenção mínima” no Código Civil, Gustavo Tepedino e Laís Cavalcanti bem assinalam: “Todavia, não existe, a rigor, na ordem jurídica, o chamado princípio de intervenção mínima. Ao contrário, há um conjunto de pressupostos e requisitos, autorizados pela Constituição da República e incorporados ao Código Civil, para a intervenção judicial. De outra parte, a revisão e a resolução contratual encontram-se previstas nos arts. 317 e 478 do Código Civil, sendo esses os parâmetros norteadores da intervenção judicial nos contratos que a tornam, só por si, pelo rigor dos requisitos ali previstos, limitada e excepcional.” TEPEDINO, Gustavo; CAVALCANTI, Laís. Notas sobre as alterações promovidas pela Lei nº 13.874/2019 nos artigos 50, 113 e 421 do Código Civil. In: SALOMÃO, Luís Felipe; CUEVA, Ricardo Villas Bôas; FRAZÃO, Ana (Coord.). **Lei de liberdade econômica e seus impactos no direito brasileiro**. São Paulo: Thompson Reuters Brasil, 2020, p. 505.

²³⁰ “Entretanto, o fato de o contrato não prever uma MAC clause não demonstraria que as partes resolveram afastar qualquer possibilidade de rompimento do contrato entre a assinatura e o

positivada que contrato algum poderá ser revisado em virtude de um desequilíbrio superveniente. A interpretação sistemática e com base na lógica constitucional apenas reforça a ideia de necessidade de preservação do equilíbrio contratual e de sua revisão nos casos realmente necessários. *“Em outras palavras, a previsão de excepcionalidade da revisão contratual nada adicionou ao ordenamento, vez que os requisitos exigidos para tanto permanecem os mesmos”*²³¹.

A pergunta importante que se faz, na realidade, é se as partes poderiam de alguma maneira afastar esse direito à renegociação ou revisão do contrato – que se encontra tutelado e previsto em nosso Código Civil. Nosso Código Civil não estabelece em momento algum que o art. 317 (revisão em virtude da aplicação da teoria da imprevisão) ou o art. 478 (resolução por onerosidade excessiva) do Código Civil seriam inderrogáveis. Em sentido contrário, pode-se citar o ordenamento jurídico peruano, por exemplo, que, por sua vez, veda expressamente a possibilidade de afastamento do direito à revisão contratual pelas partes²³².

É importante mencionar que, diferentemente do caso fortuito e da força maior, o art. 478 do Código Civil não prevê expressamente a possibilidade de sua derrogação pelas partes. No entanto, o Código Civil tampouco dispõe sobre sua inderrogabilidade ou sobre eventuais sanções aplicáveis em razão de seu descumprimento; apenas confere às partes a possibilidade de requerer a resolução do contrato com base nos pressupostos estabelecidos para a verificação da excessiva onerosidade²³³.

fechamento? Será que as partes, ao não preverem qualquer tipo de rompimento do contrato, não afastaram o regime da onerosidade excessiva? Não podemos nos esquecer dos novos artigos do Código Civil – como o parágrafo único do artigo 421, que estabelece que, nas relações contratuais privadas, prevalecerão o princípio da intervenção mínima e a excepcionalidade da revisão contratual; ou o artigo 421-A, que prevê, no seu inciso III, que a revisão contratual somente ocorrerá de maneira excepcional e limitada”. KALANSKY, Daniel; MATTOS, Ivan Iegoroff de Mattos. Repercussões da Covid-19 nos Contratos de M&A: as disputas que estão por vir. In: CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Impactos Jurídicos e Econômicos da COVID-19**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2020, p. 5.

²³¹ TEPEDINO, Gustavo; CAVALCANTI, Lais. Notas sobre as alterações promovidas pela Lei nº 13.874/2019 nos artigos 50, 113 e 421 do Código Civil. In: SALOMÃO, Luís Felipe; CUEVA, Ricardo Villas Bôas; FRAZÃO, Ana (Coord.). **Lei de liberdade econômica e seus impactos no direito brasileiro**. São Paulo: Thompson Reuters Brasil, 2020, p. 505.

²³² Código civil peruano: “Art. 1.444. *Es nula la renuncia a la acción por excesiva onerosidad de la prestación.*”

²³³ “A respeito do caso fortuito e da força maior, o *caput* do artigo 393 do Código Civil brasileiro é expresso, quanto ao seu caráter derrogável, ao estabelecer o regime de irresponsabilidade do

Há uma grande discussão doutrinária a respeito do assunto. Parte da doutrina defende que não seria possível o afastamento da incidência dos arts. 317 e 478 do Código Civil – e consequentemente da possibilidade de revisão/renegociação dos contratos –, por entender que seriam normas de ordem pública²³⁴. Para tal corrente, qualquer disposição contratual que proibisse ou visasse afastar a aplicação dos referidos artigos (imprevisão ou onerosidade excessiva) atentaria contra a concepção social do contrato. Como afirma Paulo Magalhães Nasser, uma cláusula dessa natureza seria imprópria, uma vez que as partes não poderiam afastar os instrumentos legais de defesa da função social e do equilíbrio contratual²³⁵.

Adotando posicionamento no sentido oposto, há quem entenda que, na realidade, o afastamento da aplicação, pelas partes, dos referidos institutos, seria plenamente possível, uma vez que compõe o poder de autorregulamentação²³⁶ do contrato pelas partes. As partes, usufruindo plenamente de sua autonomia privada, poderiam, portanto, regulamentar livremente, em contrato, a não aplicação da

devedor por prejuízos resultantes do caso fortuito e força maior, salvo se expressamente, por meio do pactuado, não se houver por ele responsabilizado.

A norma do artigo 478 do Código Civil brasileiro, em contrapartida, não traz expressos elementos textuais que indiquem se tratar de norma cogente ou dispositiva, tampouco determina alguma sanção legal a qual possa indicar a gravidade de eventual contrariedade ao regime legal. O texto legal limita-se a expressamente permitir que o devedor peça a resolução de contrato de execução continuada ou diferida, caso a prestação de uma das partes se torne excessivamente onerosa, com extrema vantagem para a outra, em virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis.” YAMAJI, Crisleine Barboza. **As previsões contratuais da superveniência de circunstâncias:** uma construção teórica à luz das cláusulas *material adverse change*. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Orientador Prof. Cristiano de Sousa Zanetti. Coorientador Prof. Claudio Scognamiglio. São Paulo, 2019, p. 122.

²³⁴ WALD, Arnoldo. O Equilíbrio Econômico-Financeiro e a Revisão dos Contratos. In: NEVES, Thiago Ferreira Cardoso (coord.). **Direito & Justiça Social: Por Uma Sociedade Mais Justa**, Livre e Solidária. São Paulo: Atlas, 2013, p. 301.

²³⁵ NASSER, Paulo Magalhães. Onerosidade Excessiva no Contrato Civil. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 162. No mesmo sentido: “Finalmente, cumpre-nos indagar a respeito da possibilidade de se proibir, por cláusula contratual, a aplicação da teoria da imprevisão. Em nosso sentir, tal cláusula violaria preceito de ordem pública, sendo atentatória da própria garantia da função social do contrato, o que quer dizer, em outras palavras, que seria considerada leonina. [...] E, sem sombra de qualquer dúvida, a cláusula proibitiva de aplicação da teoria da imprevisão (ou da onerosidade excessiva), a par de injusta, afigura-se indiscutivelmente detrimetosa à concepção social do contrato.” GAGLIANO, Pablo Stolze. **Novo Curso de Direito Civil**, v. 4. São Paulo: Saraiva Educação, 2019, p. 305-306.

²³⁶ “A este respeito impõe-se destacar que se verifica o estabelecimento de disposições contratuais específicas sobre o problema, configurando uma situação de autorregulamentação. Os próprios contratantes estabelecem índices e hipóteses em que está determinada a onerosidade, a fim de prever e afastar a invocação da cláusula *rebus sic stantibus*.” ANDRADE, Fabio Siebeneichler. **A Teoria da Onerosidade Excessiva no Direito Brasileiro:** limites e possibilidades de sua aplicação, Revista da AJURIS, v. 41, n. 134, 2014, p.248.

revisão/resolução contratual em virtude da teoria da imprevisão ou de excessiva onerosidade.

Anderson Schreiber defende, ainda, uma terceira via intermediária e considera possível o afastamento de tal direito/dever de renegociar (decorrente da aplicação ou reconhecimento da imprevisão ou onerosidade excessiva), desde que esse afastamento encontre função útil dentro daquela determinada relação contratual²³⁷. Nessa seara, é importante definir e estabelecer uma assunção inequívoca dos riscos pelas partes no contrato.

Uma discussão que surge aqui é justamente se, diante da presença da cláusula MAC, estaria afastada a possibilidade de as partes se valerem da teoria da imprevisão e da teoria da onerosidade excessiva. Ou seja, as partes poderiam alegar a aplicação da teoria da imprevisão ou da onerosidade excessiva para um evento que eventualmente esteja fora do que foi previsto na cláusula MAC ou, ainda, diante de uma discussão sobre a aplicabilidade/efetividade da cláusula? Seria possível afastar a teoria da imprevisão e a onerosidade excessiva com base exclusivamente na ideia de que se as partes decidiram alocar os riscos do desequilíbrio econômico teriam, por si só, afastado esses institutos²³⁸?

²³⁷ “(...) reconhece-se à autonomia privada a possibilidade de assunção de riscos, desde que tal assunção se revele inequívoca, o que somente costuma ocorrer diante da especificação e precisa delimitação do risco. Não se trata, em definitivo, de afastar a força coercitiva do princípio do equilíbrio contratual, mas tão somente de verificar, em concreto, a desnecessidade da sua incidência diante da inequívoca assunção de risco específico pelo contratante, em opção que se revele merecedora de tutela à luz da ordem jurídica.” SCHREIBER, Anderson. **Equilíbrio contratual e dever de renegociar**. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020, p. 411-412.

²³⁸ “Pues bien, siendo cierto que el evento desencadenante es el mismo en el caso de la cláusula MAC que en el de la cláusula rebus, – una modificación sobrevenida de las circunstancias – la doctrina se muestra de acuerdo en que cuando las partes han querido prever en el contrato precisamente esa modificación sobrevenida a través de una cláusula MAC, no ha lugar a la aplicación de la doctrina rebus sic standibus, pues las propias partes ya han tomado sus previsiones contractuales sobre la distribución del riesgo entre ellas en caso de aparición de esas circunstancias. En ese sentido se manifiesta CARRASCO PERERA, para quien no puede haber lugar a la aplicación de la cláusula rebus si se ha pactado (con uno u otro contenido) una cláusula MAC, pues esta cláusula asigna los riesgos correspondientes, y no puede aplicarse la cláusula rebus cuando los riesgos están correctamente asignados entre las partes (...) la resolución o modificación del contrato por excesiva onerosidad o frustración del fin del contrato no es posible cuando exista una expresa distribución contractual o legal del riesgo”. SECADES, Alberto Manzanares. **Una Aproximación a la Cláusula MAC (Material Adverse Change) en los Contratos de Financiación Sindicada a la Luz de la Jurisprudencia Anglo-Americana**. Espanha: Thomson Reuters (Editorial Aranzadi, SAU), 2016, p. 117-118.

Como bem alertam Judith Martins-Costa e Paula Costa e Silva²³⁹, as respostas para tais perguntas vão além da mera inclusão de uma cláusula MAC no contrato, e é necessário realizar um exercício interpretativo para verificar, no caso concreto, se as partes decidiram derrogar esses institutos, em razão da alocação dos riscos relacionados àquela determinada contratação²⁴⁰.

Há quem entenda, com base em um dito princípio da intervenção mínima, que se as partes previram a cláusula MAC teriam, portanto, afastado qualquer possibilidade de aplicação desses institutos para além daquilo que foi efetivamente acordado contratualmente. Veja-se, por exemplo o que defendem Sabrina Naritomi e Manoela Penteado de Almeida.

Nesse sentido, cabe ponderar que os contratos de M&A são redigidos por assessores jurídicos de contrapartes sofisticadas e exaustivamente negociados em inúmeras trocas de minutas. Assim, vale a máxima de que não existem palavras dispensáveis em tais contratos, mas também vale o contrário, e talvez de forma ainda mais assertiva, no sentido de que a existência de lacunas é menos comum. Assim, se em determinada operação as partes incluíram, por exemplo uma cláusula MAE com excludentes que afastaram a sua aplicação em hipóteses de crises como a da Covid-19, é razoável assumir que as partes intencionalmente optaram por afastar a aplicação do princípio da onerosidade excessiva e que o comprador concordou em assumir o risco de depreciação de valor do ativo alvo em vista de mudanças macroeconômicas drásticas²⁴¹.

Por outro lado, há aqueles que defendem a necessidade de analisar justamente o merecimento de tutela da cláusula da MAC. Nesse sentido, Fernanda Martins Costa²⁴² defende que a efetiva validade da cláusula MAC passa pela clara determinação da assunção dos riscos relacionados a certos fatos específicos.

²³⁹ MARTINS-COSTA, Judith; COSTA E SILVA, Paula. **Crise e Perturbações no Cumprimento da Prestação**. Estudo de Direito Comparado Luso-Brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 132.

²⁴⁰ No mesmo sentido: “Seja como for, a escolha e delimitação da cláusula MAC implica distribuição prévia dos riscos entre as partes. Observe-se, *e.g.*, uma relação direta entre as exceções previstas nestas cláusulas e o preço estabelecido para a operação: quanto maior o número de exceções ou *standards* de relevância previstos, maior o risco assumido pelo adquirente e, consequentemente, menor o preço que ele estará disposto a assumir. Assim, como explica Mariana Fontes da Costa, a recusa da aplicação do regime fixado na cláusula, ou o estabelecimento de exigências superiores às que resultam da sua interpretação, “implica distorcer o equilíbrio econômico do próprio acordo.” COSTA, Fernanda Mynarski Martins. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 124.

²⁴¹ NARITOMI, Sabrina; ALMEIDA, Manoela Penteado de. Efeitos da Pandemia de Covid-19 nos Contratos de M&A. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (Organizadoras). **Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020, p. 312.

²⁴² “Há quem afirme que, conquanto a resolução e revisão do contrato sejam elementos naturais do negócio (*naturalia negotii*), suscetíveis de serem renunciados, tal renúncia deve ser específica – *i.e.*, o evento superveniente, cujo risco de ocorrer é coberto pela parte, deve estar previsto e especificado, “de modo que não parem dúvidas acerca da impossibilidade de alegar o

Faz-se mister verificar se o ato de autonomia (consubstanciado na MAC) é lícito e merecedor de tutela²⁴³, isto é, se está de acordo com os princípios constitucionais aplicáveis²⁴⁴. Ou seja, se a cláusula deixou alguma brecha, é porque ela é minimamente genérica e, sendo genérica, deixa de cumprir sua função precípua, qual seja, a alocação expressa dos riscos entre as partes. Nesse sentido, seria possível, por exemplo, defender a aplicação da teoria da imprevisão e/ou da onerosidade excessiva nos casos de cláusulas MAC genéricas, nas quais não fica clara qual seria realmente a intenção das partes.

Em conclusão, conquanto se deva admitir a assunção de riscos de desequilíbrio contratual superveniente por algum dos contratantes, tal assunção subordina-se a controle de merecimento de tutela, a fim de se verificar sua compatibilidade em concreto com a ordem jurídica brasileira. A princípio, é de se negar merecimento de tutela, nesse campo, a cláusulas genéricas, que exprimem uma renúncia geral e irrestrita à renegociação, à revisão ou à resolução do contrato desequilibrado, ou que, empregando linguagem abstrata, não especificam suficientemente o risco assumido pelo contratante. Em outras palavras: reconhece-se à autonomia privada, a possibilidade de assunção de riscos, desde que tal assunção se revele inequívoca, o que somente costuma ocorrer diante da especificação e precisa delimitação do risco.

(...) não pode haver dúvida de que a disciplina ex lege da tutela do equilíbrio contratual mantém sua aplicabilidade sobre a relação contratual independentemente da existência de cláusula dispondo especificamente sobre a transferência de certos e determinados riscos²⁴⁵.

Concorda-se com este entendimento. Se há uma cláusula MAC detalhada e bem especificada que aloque os riscos entre as partes, de fato, não haveria por que se recorrer a uma aplicação subsidiária dos institutos da teoria da imprevisão e da onerosidade excessiva – assim, não haveria de se falar em possibilidade de revisão e/ou resolução do contrato para além daquelas circunstâncias/hipóteses expressamente estipuladas entre as partes²⁴⁶. Caso se admitisse o contrário, de

desequilíbrio por ele causado”. Significa, assim, que embora possa ser considerada inválida uma renúncia geral acerca do afastamento das soluções de excessiva onerosidade, nada impede que os contratantes assumam riscos relativos a determinados fatos.” COSTA, Fernanda Mynarski Martins. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 121.

²⁴³ “Usa-se a expressão “merecimento de tutela” para se referir à análise funcional do ato, sem ignorar, todavia, a possível distinção entre abuso do direito e juízo de merecimento de tutela: o primeiro se liga a juízo negativo, à violação da função atribuída pela ordem jurídica ao ato, enquanto o segundo encerra juízo positivo, voltado a verificar a promoção de funções juridicamente relevantes.” TERRA, Aline de Miranda Valverde. **Cláusula resolutiva expressa**. Belo Horizonte: Fórum, 2017, p. 21 (nota de rodapé 13).

²⁴⁴ PERLINGIERI, Pietro. **O direito civil na legalidade constitucional**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 343.

²⁴⁵ SCHREIBER, Anderson. **Equilíbrio contratual e dever de renegociar**. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020, p. 412-413.

²⁴⁶ Veja-se passagem de Judith Martins-Costa e Paula Costa e Silva acerca da alocação de riscos provenientes do caso fortuito e força maior e que pode se aplicar, por analogia, à discussão da

certa maneira, a própria cláusula MAC seria um dispositivo inócuo, já que a aplicação de tais institutos independeria da previsão da cláusula e dos eventos MAC no contrato²⁴⁷. Dito de outra forma, em qualquer hipótese (diante de eventos extraordinários) poderiam as partes pleitear o reconhecimento da excessiva onerosidade ou do manifesto desequilíbrio das prestações, independentemente da presença da cláusula MAC, que, por sua vez, teria um papel, no máximo, de baliza interpretativa.

No outro extremo, também há de se admitir que, de fato, possam ser aplicados os institutos previstos em nosso ordenamento jurídico para os casos de cláusulas demasiadamente amplas e genéricas²⁴⁸, das quais não se possa depreender a intenção das partes e sua real função dentro do mecanismo de alocação de riscos²⁴⁹.

cláusula MAC: “Porém, a regra legal é *jus dispositivum*: as partes podem afastá-la se, expressamente, assumirem a responsabilidade pelos prejuízos derivados do caso fortuito e da força maior, pois tudo se trata de saber como os contraentes disciplinaram os riscos contratuais. E pode, também expressamente, convencionar hipóteses de força maior, se entenderem dever expor com clareza os fatos que, ao seu juízo, poderão ter efeito liberatório, novamente distribuindo riscos e evitando, assim, discussões judiciais sobre se tal ou qual efeito constitui ou não um fortuito ou uma *vis major*.” MARTINS-COSTA, Judith; COSTA E SILVA, Paula. **Crise e Perturbações no Cumprimento da Prestação**. Estudo de Direito Comparado Luso-Brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 119.

²⁴⁷ “Com efeito, a despeito de existirem institutos jurídicos nacionais cuja intenção é justamente tutelar a alocação de risco entre as partes, em linha com o princípio da autonomia da vontade e da livre contratação, a inserção das cláusulas de MAE nos contratos de M&A brasileiros tem sido cada vez mais comum e frequente, mostrando-se como uma forma de adaptação e compatibilização dos contratos locais às melhores práticas internacionais”. NARITOMI, Sabrina; ALMEIDA, Manoela Penteado de. **Efeitos da Pandemia de Covid-19 nos Contratos de M&A**. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (Organizadoras). **Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020, p. 312.

²⁴⁸ “A lição vale também para o direito brasileiro: a eventual previsão de instrumentos de tutela do equilíbrio contratual pelos próprios contratantes – inclusive por ser, a princípio, tal previsão específica e limitada – não afasta nem a incidência dos instrumentos expressamente oferecidos com o mesmo propósito pela legislação (em especial, a resolução e revisão contratual por onerosidade excessiva superveniente), nem a incidência do dever de renegociação *ex bona fide* (igualmente decorrente, portanto, da legislação). (...) Desse modo, o problema do desequilíbrio contratual transcendente – assim entendido aquele que espaça aos contornos limitados da cláusula de renegociação ou revisão do contrato – resolve-se à luz da tutela *ex lege* do equilíbrio contratual. Não vale aqui o raciocínio liberal e voluntarista segundo o qual, ao deixarem de contemplar o desequilíbrio transcendente, as partes consentiram com sua ocorrência. A tutela *ex lege* do equilíbrio contratual impõe-se sobre a autonomia privada, de tal maneira que atua diante de toda desproporção significativa do contrato que não tenha sido explícita ou inequivocamente assumida por um dos contratantes e, mesmo quando tenha sido assim assumida, não deixa de atuar, salvo se demonstrada a desnecessidade de sua atuação por força da comprovação de que a repartição realizada entre as partes ancora-se em ratio merecedora de tutela à luz da ordem jurídica”. SCHREIBER, Anderson. **Equilíbrio contratual e dever de renegociar**. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020, p. 414.

²⁴⁹ Em sentido similar, adotando raciocínio diverso, cita-se Ruy Rosado Aguiar Junior: “A situação muda de figura quando as partes preveem expressamente fatos configurativos de excessiva

Para ilustrar o debate entende-se por bem analisar três situações específicas para verificar como seria o diálogo das cláusulas MAC com a teoria da imprevisão e a excessiva onerosidade. Assim, como se verá a seguir, devem ser analisados três grandes grupos de contrato: (i) contratos com cláusulas MAC “puras”; (ii) contratos com cláusulas MAC e *carve-outs* inclusos; e (iii) contratos sem cláusula MAC ou disposições semelhantes.

3.3 Cláusulas MAC “puras”, com *carve-outs* e ausência de cláusula MAC

Designa-se como cláusula MAC “pura” aquela que se limita a fazer menção aos eventos ou efeitos materiais adversos. Eventualmente pode a referida cláusula elencar alguns fatos, acontecimentos e/ou situações considerados como MAC²⁵⁰ e que, portanto, dariam ensejo à rescisão daquele determinado contrato, sem mencionar qualquer tipo de exceção. De toda forma, são cláusulas MAC sem a presença de *carve-outs*, como já foi visto. Inevitavelmente, esta cláusula MAC “pura” acaba na maioria das vezes se tornando uma cláusula genérica.

Veja-se o seguinte exemplo de cláusula “MAC” pura extraído de uma operação de investimento envolvendo ativos brasileiros: “Efeito Substancial Adverso” significa um efeito substancial adverso, efetivo ou potencial, sobre os negócios, ativos (incluindo ativos intangíveis), passivos, resultados operacionais ou condição financeira da Sociedade. Para fins de clareza, eventuais efeitos substanciais adversos oriundos ou relacionados à pandemia de COVID-19 serão considerados para todos os fins um Efeito Substancial Adverso. Nota-se, sem lugar a dúvidas, que é uma cláusula com redação ampla e genérica, não há

onerosidade, o que, na verdade, torna-os previsíveis, fazendo-os cláusulas ordinárias do contrato. Assim, não será válida a cláusula pela qual as partes concordam em não ingressar com ação de revisão contratual, qualquer que seja a causa ou fato futuro. Deve ser admitida, por outro lado, uma cláusula que proíba as partes de pedirem a revisão do contrato, no caso, por exemplo, da edição de um plano econômico que altere os parâmetros de correção monetária.” AGUIAR JÚNIOR. Ruy Rosado. In: Sálvio de Figueiredo Teixeira (Coord.). **Comentários ao Novo Código Civil**. v. VI. t. II. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 940-947. No mesmo sentido: NANNI, Giovanni Ettore. **Direito Civil e Arbitragem**, São Paulo: Atlas, 2014, p. 262.

²⁵⁰ “As *inclusions* acopladas a uma cláusula MAC têm como finalidade limitar o risco do comprador, em caso de litígio, de não conseguir provar perante o tribunal a materialidade da alteração e de evitar as incertezas quanto a uma futura interpretação por parte do tribunal.” OLIVEIRA E SÁ, Fernando. Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas. In: **Direito e Justiça**, n. Especial, 2012, p. 431.

referência a qualquer fato, evento ou ato específico. Ainda sobre a passagem acima é curioso o fato de que se estabelece especificamente que os efeitos da pandemia serão considerados como um evento substancial adverso (na contramão do que a prática internacional começou a fazer após a eclosão da pandemia, que foi justamente excluir efeitos de pandemia do conceito de evento MAC – um *carve-out*). No âmbito do contrato do qual se extraiu a cláusula MAC acima, o investidor poderia resilir o contrato com base nos efeitos da pandemia de forma genérica.

De forma complementar às cláusulas MAC “puras”, estão as cláusulas MAC com a menção expressa a *carve-outs*, isto é, cláusulas que elencam determinadas situações que, ainda que sejam extraordinárias e/ou (im)previsíveis, não serão consideradas como MAC para fins daquele contrato²⁵¹. No final do dia, com os *carve-outs*, geralmente o comprador acaba assumindo o risco pela ocorrência daqueles determinados eventos que, por não configurarem MAC, o manterão obrigado a cumprir com todos os termos daquela determinada compra e venda. Trata-se de hipótese muito similar à figura da contratualização do caso fortuito e da força maior (como autorizada pelo art. 393 do Código Civil), em que uma das partes assume integralmente o risco decorrente da ocorrência do fortuito.

Por fim – hipótese mais rara em operações de M&A de execução diferida – encontram-se os contratos sem qualquer referência a eventos MAC. Tais contratos representam situações em que as partes optaram por não alocar esses riscos extraordinários.

Começando pela hipótese de ausência da cláusula MAC em contratos de operação de M&A, não restam dúvidas de que, neste caso específico, não haveria de se falar em afastamento convencional da tutela legal e dos institutos jurídicos que tratam do desequilíbrio superveniente²⁵². Dito de outra forma, nessa hipótese,

²⁵¹ “Numa cláusula MAC *específica*, a previsão genérica é acompanhada por uma descrição ou enumeração de situações: a) que as partes acordam constituir uma alteração material adversa (*inclusions*), ou b) que as partes acordam não constituir uma alteração material adversa (*carve-outs*).” OLIVEIRA E SÁ, Fernando. Op.cit., p. 431.

²⁵² Em sentido contrário, veja-se: “Entretanto, o fato de o contrato não prever uma MAC *clause* não demonstraria que as partes resolveram afastar qualquer possibilidade de rompimento do contrato entre a assinatura e o fechamento? Será que as partes, ao não preverem qualquer tipo de rompimento do contrato, não afastaram o regime da onerosidade excessiva? Não podemos nos esquecer dos novos artigos do Código Civil – como o parágrafo único do artigo 421, que estabelece que, nas relações contratuais privadas, prevalecerão o princípio da intervenção mínima e a excepcionalidade da revisão contratual; ou o artigo 421-A, que prevê, no seu inciso III, que a

as partes poderiam recorrer livremente aos recursos previstos nos arts. 317 e 478 do Código Civil diante de eventos extraordinários e imprevisíveis que efetivamente desequilibrem as prestações dentro daquele determinado contrato, uma vez que este carece de qualquer autorregulamentação nesse sentido.

A partir da verificação de uma cláusula MAC, seja ela “pura” ou com *carve-outs*, é que começam a aparecer as maiores discussões. No caso da cláusula MAC “pura”, pode-se afirmar que o vendedor assume todos os riscos da ocorrência do evento MAC, tal como este se encontra definido no contrato. Esse tipo de contratação em que o comprador se exime de qualquer responsabilidade perante a ocorrência de eventos extraordinários pode fazer sentido e integrar o sinalagma e o racional econômico por trás daquela operação específica.

Nesse caso, para o vendedor a ocorrência do evento MAC pode vir a ter dois desdobramentos negativos, quais sejam: (i) a possibilidade de o comprador vir a efetivamente acionar a cláusula e, portanto, extinguir a relação contratual sem efetivar a compra do ativo-alvo; e (ii) a intrínseca desvalorização do ativo pelo mero fato de se ter alegado e divulgado a ocorrência de um evento MAC²⁵³. Sobre o segundo desdobramento é importante notar que o evento MAC normalmente está associado a um fato econômico-financeiro, então, sua mera ocorrência já representa um impacto consideravelmente negativo para a sociedade-alvo e o vendedor. Além disso, a alegação da ocorrência de um evento MAC gera efeitos externos, no mercado como um todo, que naturalmente passa a ver aquele determinado ativo com outros olhos e de forma negativa. O ativo se desvaloriza em decorrência da alegação ou mero debate acerca da ocorrência de um evento MAC.

revisão contratual somente ocorrerá de maneira excepcional e limitada.” KALANSKY, Daniel; MATTOS, Ivan Iegoroff de Mattos. Repercussões da Covid-19 nos Contratos de M&A: as disputas que estão por vir. In: CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Impactos Jurídicos e Econômicos da COVID-19**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2020.

²⁵³ Assim esclarece Robert T. Miller: “(...) an additional but related risk: namely, the risk that the counterparty will declare (either honestly or opportunistically) that the party has been MAC’d by the materialization of the risk. This additional risk is significant because it is much worse for a party to be declared MAC’d by its counterparty on the basis of materializing risk than just to suffer the materialization of that risk.” MILLER, Robert T. The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements. **William & Mary Law Review**, v. 50, 2009. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1375143>. Acesso em: 29 jan. 2023, p. 2009.

Por outro lado, no caso de cláusulas MAC com a presença de exceções (*carve-outs*), há uma divisão mais clara dos riscos decorrentes de fatos extraordinários entre as partes. Ao passo que o vendedor permanece com os riscos de uma cláusula MAC “pura” (como visto acima), o comprador também assume o risco diante da ocorrência de determinados eventos que, mesmo sendo extraordinários, não poderão ser considerados como MAC. Nesse caso, o comprador assume o risco de ter que efetivamente comprar a sociedade ou ativo alvo, ainda que tal objeto perca seu valor originalmente verificado em razão de eventos extraordinários²⁵⁴.

Em nosso sentir, essa diferenciação entre os riscos assumidos pelas partes em decorrência da previsão de uma cláusula MAC torna-se relevante justamente no processo interpretativo que definirá se a teoria da imprevisão e/ou da onerosidade excessiva foram efetivamente afastados pelas partes. Veja-se.

Na cláusula MAC “pura”, como visto, apenas o vendedor, via de regra, é quem assume os riscos decorrentes de eventos extraordinários. Nesse caso específico, deve-se adotar uma postura mais conservadora, uma interpretação restritiva, a respeito do afastamento das teorias resolutivas/revisionais. É claro que essa assunção de riscos pode compor o sinalagma daquele determinado contrato, mas é importante identificar de forma clara quais são os riscos assumidos pelo vendedor, de modo a não incorrer em uma cláusula abusiva e extremamente benéfica ao comprador. De forma objetiva, nesses casos tem-se apenas uma baliza interpretativa, qual seja a definição ou conjunto de eventos MAC que beneficiam exclusivamente o comprador (conferindo-lhe o direito de resilir o contrato). Isso, naturalmente, dificulta a discussão a respeito do encaixe ou não de determinado evento dentro do conceito de MAC.

²⁵⁴ “Na verdade, os *carve-outs* têm como função *reequilibrar* a distribuição do risco, quer legal, quer contratual. Legalmente, na ausência de uma cláusula MAC, parte do risco exógeno, por força do regime da alteração das circunstâncias, correria pelo vendedor e o risco endógeno pelo adquirente; com uma MAC *genérica*, pretende-se alterar a distribuição legal de risco e onerar o vendedor com o risco endógeno e exógeno de uma alteração material adversa. Ora, é precisamente esta *excessiva* oneração do vendedor que os *carve-outs* pretendem contornar, distribuindo, em parte ou na totalidade, o risco exógeno para o comprador e o risco endógeno para o vendedor.” OLIVEIRA E SÁ, Fernando. Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas. In: **Direito e Justiça**, n. Especial, 2012, p. 433.

Por outro lado, na cláusula MAC com *carve-outs*²⁵⁵ o afastamento da possibilidade de revisão ou resolução do contrato (por razões alheias ou complementares à cláusula MAC) fica mais evidente. Nesse caso, cada parte acaba assumindo os riscos decorrentes de uma classe específica de eventos²⁵⁶. De regra, ao passo que o vendedor assume os chamados riscos endógenos (que guardam relação efetiva com o negócio em questão e a situação econômico-financeira da sociedade-alvo ou do ativo), o comprador fica com os riscos exógenos (eventos externos, tais como guerras, pandemias, calamidades públicas, desastres naturais)²⁵⁷. Assim, nota-se que, ao invés de uma baliza interpretativa (como nas cláusulas “puras”), há duas balizas, dois conjuntos de eventos (eventos MAC e *carve-outs*), benéficos a comprador e vendedor, conforme o caso. Diante desse cenário, quando se está diante de uma cláusula MAC com *carve-outs*, parece-nos que há uma renúncia mais evidente e clara (ainda que tácita) das partes à possibilidade de resolução contratual (e, por consequência, de revisão) com base na teoria da imprevisão e/ou da onerosidade excessiva, uma vez que estipulam-se

²⁵⁵ “(...) using MAC carveouts to impose endogenous risk on the target and exogenous risk on the acquirer is efficient because it responds to the moral hazard presented by the lengthy executory period in corporate mergers. Once the merger agreement is signed, the target’s management and shareholders have no interest in the continuing success of the combined business, as they will be cashed out when the transaction closes. And because the executory period can last quite a while, the acquirer is afraid that the target’s long-term value will deteriorate during that time span due to managerial shirking or lack of investment. But if carveouts shift the risk of such deterioration to the target, it incentivizes the target to work hard enough and make appropriate investments to maintain and grow its business until the acquirer takes over.” SCHWARTZ, Andrew. A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause. **57 UCLA L. Rev.**, 789, 2010, p. 833. Disponível em: <<https://scholar.law.colorado.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1450&context=articles>>. Acesso em: 20 jan. 2023.

²⁵⁶ Robert T. Miller elenca algumas categorias de riscos envolvidos em uma cláusula MAC: “(...) this Article identifies four kinds of risks typically allocated in MAC clauses: (a) systematic risks, such as broad economic or market factors affecting firms generally; (b) indicator risks, which are risks that the company in question will not meet predetermined measures of its financial performance, such as internal projections or estimates by industry analysis; (c) agreement risks, such as attrition of employees or loss of customers arising from the announcement of the agreement; and (d) business risks, the kinds of risks that arise in the ordinary course of the company’s operations, such as large environment liabilities for a petroleum company.” MILLER, Robert T. The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements. **William & Mary Law Review**, v. 50, 2009. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1375143>. Acesso em: 29 jan. 2023, p. 2008.

²⁵⁷ “Com a estipulação dos chamados *carve-outs*, o vendedor pretende *devolver* ao comprador alguns dos riscos que assumiria com a simples estipulação de uma cláusula MAC *genérica*, sendo do seu interesse a inclusão do maior número possível destas exceções. Bem assim, o vendedor pretenderá que a estipulação destas exceções seja tão vaga quanto possível, de forma a incluir o maior número de alterações possíveis, dificultando ao comprador a prova da existência de uma alteração material adversa.” OLIVEIRA E SÁ, Fernando. Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas. In: **Direito e Justiça**, n. Especial, 2012, p. 432.

os riscos assumidos por cada uma das partes e como cada evento poderá influenciar na continuidade do contrato.

Ora, as partes, contratualmente, no exercício de sua autonomia privada, definem, a partir de determinados critérios, (i) uma série de eventos e situações extraordinárias que dariam ensejo ao encerramento do contrato – exercendo uma autotutela²⁵⁸ e (ii) outro grupo de situações que não confeririam tal direito, ainda que extraordinárias²⁵⁹. É claro que a lista de eventos incluídos pelas partes nesse tipo de contrato não tem o intuito de ser exaustiva, mas sim exemplificativa (de modo a abranger o maior número de possibilidades). Entende-se que a cláusula MAC, compreendida como hipótese de resilição unilateral convencional, poderia ser um exemplo de mecanismo de autotutela²⁶⁰, uma vez que a resilição (inclusive a tácita, que pode decorrer de previsão contratual) encontra-se prevista no art. 473 de nosso Código Civil.

²⁵⁸ Aqui, entendemos que podemos aproveitar o racional e fundamentação adotados por Aline Terra e Leonardo Schenk ao defender a possibilidade da autotutela das partes quando se está diante de uma cláusula resolutiva expressa: “Nesse cenário, a cláusula resolutiva expressa desponta como instrumento privilegiado de autotutela, e contribui para a criação de ambiente negocial mais seguro e previsível para os contratantes, uma vez que lhes permite preestabelecer, livre e conjuntamente, em que situações a relação poderá ser resolvida por não ser capaz de promover os interesses concretamente perseguidos pelo credor, e faculta à parte lesada se livrar imediatamente da relação disfuncional, imprestável à finalidade a que se dirige, sem que, para isso, tenha de se submeter às dificuldades de um processo judicial. Ao permitir que o credor resolva, ele próprio, a relação obrigacional, a cláusula resolutiva expressa secundariza o papel do Estado-juiz na extinção do vínculo jurídico, que será chamado a atuar *a posteriori* e, de regra, por iniciativa do devedor.” TERRA, Aline De Miranda Valverde; SCHENK, Leonardo Faria. Inafastabilidade da jurisdição e autotutela: O exemplo da cláusula resolutiva expressa. **Revista Eletrônica de Direito Processual – REDP**. Rio de Janeiro. Ano 13. Volume 20. Número 3. Setembro a Dezembro de 2019, p. 17.

²⁵⁹ “Las cláusulas MAC tienen carácter de derecho dispositivo y, si las partes deciden incluirlas en el contrato, pueden determinarlas a su libre arbitrio sin otros límites que los propios de la autonomía de la voluntad de las partes. En esta asignación de posibles contingencias, cada parte se protegerá de una serie de riesgos que deberán ser asumidos por la otra. El vendedor se protegerá de los riesgos exógenos y buscará una redacción lo más precisa posible, de forma que no permita una fácil salida para el comprador e incluirá un listado de los riesgos endógenos introduciendo una serie de excepciones que no se podrán considerar MAC. Estas excepciones (*MAC exceptions*) suelen estar relacionadas, a modo de ejemplo, con posibles cambios normativos, cambios de la situación económica o cambios específicos en el sector de la sociedad *target* que, aunque llegaran a producirse, no facultarían a la parte compradora para resolver el contrato. El comprador, por su parte deberá reseñar los riesgos ya conocidos al ejercer la *due diligence* y procurará protegerse de los riesgos endógenos a través de cláusulas abiertas y genéricas que le permitan un derecho de salida amplio en caso de producirse un cambio sustancial en el objeto de la compraventa durante el periodo interino.” GONZÁLEZ, María Fenollar. **Las Cláusulas MAC (Material Adverse Change) en los Procesos de Fusión y Adquisición de Empresas en el Ordenamiento Jurídico Español**. Anuario Facultad de Derecho – Universidad de Alcalá XII, 2019, p. 199.

²⁶⁰ Sobre a efetividade dos mecanismos de autotutela, cita-se: “No entanto, há de se sublinhar que, se de um lado, apenas não de ser admitidos mecanismos de autotutela previstos em lei, de outro, devem os operadores do direito garantir sua plena efetividade, sendo-lhes defeso criar embaraços à sua aplicação.” TERRA, Aline De Miranda Valverde; SCHENK, Leonardo Faria. Op.cit., p. 6.

Dessa maneira, fica evidente que não haverá, nesse caso, a incidência ou possibilidade de alegação por uma das partes de teoria da imprevisão e/ou excessiva onerosidade²⁶¹, pelas seguintes razões: (i) em essência, os pressupostos de tais teorias foram derogados pela cláusula MAC (as partes trouxeram para a álea ordinária do contrato fatos que, a priori, eram imprevisíveis); e (ii) qualquer evento extraordinário que venha a ocorrer será enquadrado em algum dos dois grupos que vimos, ora como risco exógeno²⁶², ora como risco endógeno (relacionado às operações e atividades da sociedade-alvo ou ativo). Se for um risco endógeno, o contrato poderá ser terminado pela parte compradora. Se for um risco exógeno, as obrigações deverão ser cumpridas nos termos ajustados e não haverá possibilidade de rediscussão da matéria (seja em arbitragem ou no Judiciário), sob o argumento e/ou alegação de excessiva onerosidade ou aplicação da teoria da imprevisão.

Veja-se um exemplo simples para fins didáticos. Suponha que as partes estipulam contratualmente (dentro da cláusula MAC) que eventos decorrentes de guerras, atos terroristas, pandemia, calamidades públicas não constituem um evento MAC – portanto, integram os *carve-outs*. Essa lista, dentro da lógica contratual, tende a ser exemplificativa²⁶³, de modo que se ocorre qualquer outro

²⁶¹ “(...) entende-se ser possível aos contratantes preverem uma disciplina de alteração material adversa capaz de abstratamente compreender fatos que seriam qualificáveis excessivamente onerosos, se não houvesse previsão da cláusula MAC. Em outras palavras, a cláusula MAC poderia trazer para o interior da álea ordinária fatos que levem à consequente inaplicação da tutela legal de proteção contra fatos excessivamente onerosos.” YAMAJI, Crisleine Barboza. **As previsões contratuais da superveniência de circunstâncias**: uma construção teórica à luz das cláusulas *material adverse change*. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Orientador Prof. Cristiano de Sousa Zanetti. Coorientador Prof. Claudio Scognamiglio. São Paulo, 2019, p. 132.

²⁶² “Or, it might expressly enumerate events (or type of events) that the parties agree are exogenous. Again, such a clause might look like a Force Majeure clause, as things like acts of God, terrorism, unseasonal weather, fires and accidents are clearly all exogenous events.” SCHWARTZ, Andrew. A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause. **57 UCLA L. Rev.**, 789, 2010, p. 811. Disponível em: <<https://scholar.law.colorado.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1450&context=articles>>. Acesso em: 20 jan. 2023.

²⁶³ “No entanto, nesta matéria é necessário tomar em linha de conta que, do ponto de vista do comprador, é importante que fique claramente expressa a natureza *exemplificativa* da lista, não se podendo tomar a existência de uma lista desta natureza como um forte indício de que as partes não quiseram considerar os factos que dela não constam como uma alteração material, como parece ser a tendência dos tribunais do EUA. Se a lista é meramente *exemplificativa*, não se pode argumentar que as situações que escapam à enumeração não constituem uma alteração material adversa. Pelo contrário, nestes casos há um fenómeno de *devolução* à MAC *genérica*, à luz da qual o impacto da alteração deve ser analisado.” OLIVEIRA E SÁ, Fernando. Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas. In: **Direito e Justiça**, n. Especial, 2012, p. 431.

evento extraordinário não listado, como um evento geofísico que afete a região de operação da sociedade-alvo, a parte não poderá recorrer à alegação da verificação da onerosidade excessiva para pôr fim àquele contrato. A discussão poderá, no máximo, ficar na definição se aquele determinado evento constitui ou não MAC dentro do que ficou estabelecido no contrato.

Nessa lógica, cita-se um caso (ainda não encerrado) em que se invocou a cláusula MAC e a operação não foi consumada. De forma resumida, tratava-se de uma operação de aquisição, pela Silbanye-Stillwater (mineradora sul-africana), da mina de níquel Santa Rita e da mina de cobre Serrote, ambas no Brasil e controladas pela Appian Capital Advisory²⁶⁴. O contrato inicial foi celebrado em outubro de 2021 e, após sua assinatura, a Appian informou a Silbanye sobre a ocorrência de um evento geotécnico na mina de Santa Rita. Diante de tal evento, a compradora alegou que o evento se enquadraria na definição de evento MAC, por ser razoavelmente esperado que fosse relevante e adverso aos negócios e resultados operacionais de Santa Rita, o que permitiria, portanto, o término do contrato. Como resposta, a Appian ingressou com um processo judicial na *High Court of England and Wales* pleiteando indenização por perdas e danos em decorrência do término do contrato, alegando que o rompimento do contrato foi irregular e baseado numa interpretação equivocada sobre a instabilidade geotécnica em Santa Rita e o conceito de MAC adotado no contrato. Apesar de o contrato não ser público (e consequentemente não ser possível a consulta à definição específica de MAC), este é um bom exemplo sobre os *carve-outs*, já que a discussão estará certamente focada na verificação se o evento geotécnico estaria, de fato, enquadrado como um evento MAC ou como um *carve-out* dentro do contrato principal.

Fica nítida a função que as partes conferiram àquela cláusula MAC ao prever as exceções, e daí depreende-se uma renúncia (ainda que tácita) à possibilidade de se recorrer à resolução por onerosidade excessiva²⁶⁵. É claro que

²⁶⁴ Sobre o caso, vejam-se as seguintes matérias: <https://www.miningmx.com/news/base-metals/49657-appian-capital-lodges-1-2bn-compensation-claim-against-sibanye-stillwater-in-high-court/>; <https://revistamineracao.com.br/2022/05/30/appian-capital-processa-sibanye-stillwater-por-desistir-de-aquisicoes/>; <https://fusoesaquisicoes.com/acontece-no-setor/sibanye-stillwater-cancela-aquisicoes-da-appian/>. Acesso em 27 mar. 2023.

²⁶⁵ “Nesse sentido, cabe ponderar que os contratos de M&A são redigidos por assessores jurídicos de contrapartes sofisticadas e exaustivamente negociados em inúmeras trocas de minutas. Assim, vale a máxima de que não existem palavras dispensáveis em tais contratos, mas também vale o

poderão surgir situações de zona cinzenta, no entanto, a própria cláusula MAC e seus *carve-outs* servirão como parâmetros interpretativos para verificar se o evento se trata de um MAC ou não. Independentemente da resposta a essa pergunta, ficam excluídas as possibilidades de revisão/resolução contratual com base na onerosidade excessiva ou na teoria da imprevisão²⁶⁶.

Robert Stefanowski, em seu livro dedicado a analisar algumas operações de M&A que fracassaram em razão de mudanças supervenientes relevantes, ressalta a evolução do tratamento dado à cláusula MAC pelas partes nos Estados Unidos.

*Historically, the MAC clause has been very broad, protecting buyers from a wide variety of negative events that could occur after signing. However, over the years the clause has been tightened up substantially with the list of events that qualify for a MAC decreasing each year. It really gets down to who has the negotiating leverage.*²⁶⁷

Analisando a passagem acima fica nítido que a tendência, considerando a evolução do grau de complexidade e negociação das operações de M&A, é que

contrário, e talvez de forma ainda mais assertiva, no sentido de que a existência de lacunas é menos comum. Assim, se em determinada operação as partes incluíram, por exemplo uma cláusula MAE com excludentes que afastaram a sua aplicação em hipóteses de crises como a da Covid-19, é razoável assumir que as partes intencionalmente optaram por afastar a aplicação do princípio da onerosidade excessiva e que o comprador concordou em assumir o risco de depreciação de valor do ativo alvo em vista de mudanças macroeconômicas drásticas.” NARITOMI, Sabrina; ALMEIDA, Manoela Pentead de. **Efeitos da Pandemia de Covid-19 nos Contratos de M&A**. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (Organizadoras). *Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020. p. 312.

²⁶⁶ Sobre o tema e sob a perspectiva do direito português, cita-se Fernando Oliveira e Sá: “A estipulação de *carve-outs* mais não significa do que uma *inversão*, do vendedor para o comprador, do risco da ocorrência de determinadas alterações – *rectius* uma cláusula de distribuição de risco –, pelo que, quanto a estas, o adquirente não poderá recorrer ao regime da alteração das circunstâncias porque o regime supletivo legal foi afastado pelo acordo as partes. Pensamos, no entanto, que as partes não podem, ao abrigo da sua autonomia, excluir genericamente a aplicação do regime da alteração das circunstâncias. Assim, as partes podem genericamente acordar a distribuição de riscos, com a determinabilidade exigida pelo art. 280.º, no sentido que bem lhes aprouver, mas já nos parece estar vedada a pura e simples estipulação da irrelevância do regime da alteração das circunstâncias porque, ainda que se trate de um regime legal supletivo, as exigências fundamentais da boa fé, base dogmática deste instituto, não podem ser afastadas. A *função* da alteração das circunstâncias é a de permitir que as partes, perante alterações excepcionais ou imprevisíveis, não sejam obrigadas ao cumprimento do contrato nos termos previamente acordados. Ora, esta função de correcção do exercício da autonomia privada não pode, em nossa opinião, ser totalmente afastada. Obviamente que se as partes alocam um determinado risco em sentido diferente ao modelo da alteração das circunstâncias – estipulação *diferente* do acordo quanto ao total afastamento deste instituto – nesse caso a boa fé obriga, dentro de alguns limites, à aceitação da palavra dada e assunção dos riscos acordados.” OLIVEIRA E SÁ, Fernando. Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas. In: **Direito e Justiça**, n. Especial, 2012, p. 438-439.

²⁶⁷ STEFANOWSKI, Robert. **Material adverse change: lessons from failed M&As**. Estados Unidos da América: New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2018, p. 105

restringam cada vez mais as situações que restariam caracterizadas como MAC e que, portanto, autorizariam o desfazimento do negócio²⁶⁸. Ora, isso demonstra claramente um comportamento dos agentes do mercado no sentido de querer afastar as hipóteses legais de resolução ou revisão daquele contrato – ou, de forma genérica, de intervenção no conteúdo contratual –, estabelecendo hipóteses excepcionais e específicas em que aquele determinado contrato poderia ser revisto ou resolvido.

Como se vê, trata-se de analisar uma possível convivência/concorrência entre a cláusula MAC e a excessiva onerosidade (e a teoria da imprevisão em segundo plano) no caso concreto. A cláusula MAC não se resume a reproduzir o regime legal que trata do desequilíbrio (econômico) superveniente, mas sim de alocar os riscos contratuais dele provenientes²⁶⁹.

Nesse sentido, como afirma Crisleine Yamaji, caberá ao intérprete da cláusula MAC passar por algumas etapas ao se deparar com um potencial evento extraordinário com efeitos adversos sobre as partes ou com uma discussão acerca de tal cláusula. As etapas seriam as seguintes: (i) confirmar se tal evento se encontra expressamente incluído pelas partes na “álea ordinária” do contrato (por exemplo, se a cláusula MAC ou suas exceções fazem menção expressa ao evento em questão); (ii) caso o evento não esteja na “álea ordinária”, verificar se as partes, de alguma forma, não renunciaram expressamente à tutela legal aplicável (à resolução por onerosidade excessiva, por exemplo); (iii) caso não haja uma renúncia expressa em razão da redação genérica da cláusula, será importante verificar se há outros elementos interpretativos que permitam inferir que as partes derogaram a possibilidade de aplicação da teoria da imprevisão ou da excessiva onerosidade; e (iv) finalmente, caso não seja possível reconhecer, dentro de um juízo interpretativo e de merecimento de tutela, o afastamento da tutela legal,

²⁶⁸ Sobre essa evolução dos eventos que são caracterizados como MAC ou que, por outro lado, são incluídos como *carve-outs*, veja-se estudo preparado nesse sentido: <<https://www.nixonpeabody.com/insights/articles/nixon-peabody-2020-mac-survey>>. Acesso em: 29 jan. 2023.

²⁶⁹ SCHWARTZ, Andrew. A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause. **57 UCLA L. Rev.**, 789, 2010, p. 828. Disponível em: <<https://scholar.law.colorado.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1450&context=articles>>. Acesso em: 20 jan. 2023.

passa a ser possível, portanto, sua aplicação nos termos da lei e na medida em que não conflite com o que foi estabelecido pelas partes²⁷⁰.

Assim, como se pode ver acima, esse raciocínio privilegia justamente o ideal de uma intervenção mínima²⁷¹ nos contratos civis e empresariais. Veja-se que o caminho interpretativo a ser perseguido se inicia com a busca pela preservação dos objetivos almejados pelas partes dentro da cláusula MAC (qual seja a excepcionalidade da possibilidade de rescisão do contrato e a previsão expressa de quais eventos poderiam ensejar a tal rescisão) e, como última alternativa, é que se reconheceria a possibilidade de se recorrer à tutela legal²⁷².

²⁷⁰ YAMAJI, Crisleine Barboza. **As previsões contratuais da superveniência de circunstâncias:** uma construção teórica à luz das cláusulas *material adverse change*. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Orientador Prof. Cristiano de Sousa Zanetti. Coorientador Prof. Claudio Scognamiglio. São Paulo, 2019, p. 132.

²⁷¹ NARITOMI, Sabrina; ALMEIDA, Manoela Penteado de. Efeitos da Pandemia de Covid-19 nos Contratos de M&A. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (Organizadoras). **Fusões e aquisições em foco:** uma abordagem multidisciplinar. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020. p. 313.

²⁷² OLIVEIRA E SÁ, Fernando. Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas. In: **Direito e Justiça**, n. Especial, 2012, p. 435.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os aspectos levantados ao longo desta dissertação buscam evidenciar a relevância da cláusula MAC na lógica contratual, sobretudo, no âmbito das relações comerciais internacionais e, em especial, no universo das operações de M&A. Além disso, apesar de não haver previsão legal expressa em nosso ordenamento, tal cláusula já se mostra, há algum tempo, bastante presente em operações complexas de M&A conduzidas no Brasil ou relativas a ativos brasileiros, razão pela qual merece especial atenção dos operadores e aplicadores do direito.

Como resultado geral, defende-se a ideia de que a cláusula MAC é plenamente admitida em nosso ordenamento jurídico (com base, sobretudo, na autonomia privada dos particulares) e que ela representa, por excelência, um instrumento de gestão do risco contratual e, em especial, dos riscos ligados ao desequilíbrio superveniente e à alteração das circunstâncias.

Nesse sentido, no *primeiro capítulo*, ao passar pelas noções introdutórias a respeito das operações de M&A e da origem e conceito da cláusula MAC, busca-se traçar o paralelo essencial entre tal dispositivo e o desequilíbrio superveniente ou a alteração das circunstâncias e a preocupação com a manutenção das bases comerciais e econômicas do contrato. Nesse diapasão, elucida-se a aparente proximidade da cláusula MAC com as teorias da imprevisão e da onerosidade excessiva, as quais se encontram positivadas no Código Civil e que tratam da possibilidade de revisão e resolução dos contratos. A cláusula MAC seria, portanto, uma cláusula análoga a tais teorias (à efetiva tutela legal), com as funções de extinção do vínculo contratual, alocação de riscos e de informação das partes. Respondendo a uma das perguntas mencionadas na introdução desta dissertação, conclui-se, portanto, que a cláusula representa, de fato, um mecanismo de gestão dos riscos ligados ao desequilíbrio superveniente e/ou à alteração superveniente das circunstâncias.

No *segundo capítulo*, já tendo em mente a estrutura usual de uma cláusula MAC e os cuidados que devem ser observados na sua redação, busca-se fazer um breve comparativo com algumas figuras existentes no ordenamento jurídico

brasileiro. Diante dessa análise, entende-se que, apesar das semelhanças aparentes com as condições suspensivas ou resolutivas, com a revogação ou até mesmo com a resolução, na realidade, a cláusula MAC, tal como apresentada nos contratos de M&A, representa hipótese de rescisão unilateral convencional, conforme disposto pelo art. 473 do Código Civil. Nesse aspecto, é importante mencionar que, diferentemente da resolução, a rescisão tem como pressuposto único a mera vontade das partes, não havendo qualquer impedimento para que tal vontade (de encerrar o vínculo contratual diante da verificação de determinadas situações) já seja, de alguma maneira, manifestada no momento da celebração do contrato. Sendo assim, se as partes preveem a possibilidade de término do contrato inserindo uma cláusula MAC no contrato, elas estão, de certa forma, prevendo, desde já, a possibilidade de rescisão do contrato que, repise-se, ao contrário do que ocorre com a resolução, não tem como pressuposto a verificação de um descumprimento ou inadimplemento, mas sim a mera vontade da parte.

Por fim, no *terceiro capítulo*, busca-se responder aos questionamentos essenciais que nortearam a presente dissertação, quais sejam: (i) seria o princípio contemporâneo do equilíbrio contratual, de fato, um princípio autônomo? e (ii) poderia a cláusula MAC afastar a incidência e aplicação dos remédios existentes no ordenamento jurídico brasileiro (tutela legal) para as hipóteses do desequilíbrio superveniente e, portanto, afastar a possibilidade de resolução ou revisão dos contratos?

Diante dessas questões, alia-se à corrente doutrinária que entende que o princípio do equilíbrio contratual não teria aplicação autônoma, dependendo, portanto, da verificação dos requisitos e exigências previstas expressamente em lei. Além disso e de maneira complementar, conclui-se que é plenamente possível que as partes, no exercício de sua autonomia privada, afastem a aplicabilidade ou incidência da tutela legal existente no Brasil para fins da revisão e/ou resolução contratual no âmbito dos negócios jurídicos (teoria da imprevisão e da onerosidade excessiva). A cláusula MAC surge, inclusive, como um exemplo de disposição que efetiva esse afastamento da tutela legal, desde que a redação observe determinados parâmetros e que encontre, de fato, uma função útil e legítima dentro do programa contratual.

Por fim, o intuito principal da presente dissertação é provocar e contribuir para uma maior discussão acerca de certas figuras, cláusulas, disposições, mecanismos e estruturas que rodeiam os complexos contratos de M&A e que, não raro, são replicados pelos advogados brasileiros em contratos regidos pela legislação brasileira ou referentes a ativos brasileiros sem a devida atenção ou reflexão. É de suma importância, portanto, trazer à baila, conceitos e institutos do Direito Civil brasileiro, atentando-se para a evolução das construções e discussões doutrinárias e jurisprudenciais aqui existentes. Em poucas palavras, esta dissertação representa uma tentativa, ainda que singela, de reaproximação da prática jurídica do M&A com a teoria clássica e contemporânea do nosso Direito Civil e, principalmente, obrigacional e contratual.

5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADAMEK, Marcelo Vieira Von; CONTI, André Nunes. Vícios redibitórios na alienação de participações societárias. **Revista de Direito Societário e M&A**, v. 3/2023, jan./jun. 2023.

ADAMS, Kenneth A. A Legal Usage Analysis of ‘Material Adverse Change’ Provisions. **Fordham Journal of Corporate & Financial Law**, v. 10, 2004. Disponível em: <<https://ir.lawnet.fordham.edu/jcfl/vol10/iss1/2>>. Acesso em: 30 abr. 2023.

AGUIAR JÚNIOR. Ruy Rosado. In: Sálvio de Figueiredo Teixeira (Coord.), **Comentários ao Novo Código Civil**. v. VI. t. II. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

ANDRADE, Fabio Siebeneichler. A Teoria da Onerosidade Excessiva no Direito Brasileiro: limites e possibilidades de sua aplicação, **Revista da AJURIS**, v. 41, n. 134, 2014,

BANDEIRA, Paula Greco. A inexecução das obrigações em razão da pandemia da Covid-19: caracterização de excessiva onerosidade e força maior. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (orgs.). **Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios**. Volume II. Rio de Janeiro: Processo, 2021, p. 537-563.

BANDEIRA, Paula Greco. **Contratos aleatórios no direito brasileiro**. Rio de Janeiro; Renovar, 2009.

BEVIA, Vicente Gimeno. **Las condiciones en el contrato de compraventa de empresa**. Tesis presentada para aspirar al grado de Doctor en Derecho. Universidad de Alicante. Dirigida por: Esperanza Gallego Sánchez. Alicante, 2016.

BOLIVAR, Analluza Bravo. A Teoria do “Design” Contratual: sua aplicabilidade face regras de interpretação do contrato no Brasil. **Revista de Direito Empresarial**, v. 18, 2016.

CALERO, Juan Sánchez; GARCIA-POMAREDA, Blanca Villanueva. Cláusulas material adverse change. In: **Revista de Arbitraje Comercial y de Inversiones**, vol. 3, nº 3, 2010.

CARNEY, William J. **Mergers and Acquisitions: the essentials**. New York: Aspen Publishers, 2009.

CASTRO NEVES, José Roberto de. As “imperfeitas” cláusulas resolutivas. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (Coord.). **Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios**. Volume I. Rio de Janeiro: Processo, 2020, p. 295-311.

COGO, Rodrigo Barreto. **Frustração do fim do contrato**. São Paulo: Almedina, 2021.

COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. **Fusões e aquisições**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

COSTA, Fernanda Mynarski Martins. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022.

COSTA, Fernanda Mynarski Martins. Ensaio sobre o descumprimento de cláusulas de declarações e garantias em alienações de participações societárias com fechamento diferido. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (Coord.). **Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios**. Volume I. Rio de Janeiro: Processo, 2020, p. 741-762.

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**, a. 12, n. 45, jul./set. 2009.

DIAS, Antônio Pedro. A revisão contratual como remédio à excessiva onerosidade. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (Coord.). **Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios**. Volume II. Rio de Janeiro: Processo, 2021, p. 565-589.

EIZIRIK, Nelson. **Direito Societário – Estudos e Pareceres. Notas sobre a Revisão dos Contratos**, São Paulo: Quartier Latin, 2015.

FAJNGOLD, Leonardo. Desequilíbrio superveniente dos contratos aleatórios: entre a inexecução e a onerosidade excessiva. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (Coord.). **Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios**. Volume I. Rio de Janeiro: Processo, 2020, p. 679-708.

FERNANDES, Micaela Barros Barcelos. Distinção entre a condição resolutiva e a cláusula resolutiva expressa: repercussões na falência e na recuperação judicial. **Revista Brasileira de Direito Civil – RBDCivil**, Belo Horizonte, v. 20, p. 183-207, abr./jun. 2019.

FONSECA, Holder. **Coronavírus (Covid-19) e os impactos para as operações de fusões e aquisições**. Migalhas, 2020. Disponível em: <<https://www.migalhas.com.br/depeso/322579/coronavirus--covid-19---e-os-impactos-para-as-operacoes-de-fusoes-e-aquisicoes>>. Acesso em: 29 jan. 2022.

FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. 4ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

FOX, Charles M. **Working with Contracts: What Law School Doesn't Teach You**. Second Edition. Second Edition, 2008.

FRAZÃO, Ana. **Existe um dever de renegociar?** JOTA. Contratos. 17.06.2020. Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/columnas/constituicao-empresa-e-mercado/existe-um-dever-de-renegociar-17062020>>. Acesso em 24 jan. 2023.

FREUND, James C. **Anatomy of a Merger**. Law Journal Press. Sixth Printing, February, 1980.

FRITZ, Karina Nunes. Alteração posterior das circunstâncias: a caminho da quebra da base do negócio. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (orgs.). **Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios**. Volume II. Rio de Janeiro: Processo, 2021, pp. 491-536.

GAGLIANO, Pablo Stolze. **Novo Curso de Direito Civil**. v. 4. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

GOMES, Orlando. Contratos. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

GONZÁLEZ, María Fenollar. **Las Cláusulas MAC (Material Adverse Change) en los Procesos de Fusión y Adquisición de Empresas en el Ordenamiento Jurídico Español**. Anuario Facultad de Derecho – Universidad de Alcalá XII, 2019.

GUIMARÃES, Helena; FUCCI, Ana Luisa. Uma Análise do Conceito de Material Adverse Change em Tempos de Pandemia. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (orgs.). **Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020.

HOPT, Klaus. MAC – Klauseln im Finanz – und Übernahmerecht. In: BITTER, Georg et al (Eds.). **Festschrift für Karsten Schmidt zum 70. Geburtstag**. Köln: Otto Schmidt, 2009, p. 695.

KALANSKY, Daniel; MATTOS, Ivan Iegoroff de Mattos. Repercussões da Covid-19 nos Contratos de M&A: as disputas que estão por vir. In: CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Impactos Jurídicos e Econômicos da COVID-19**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2020.

KONDER, Carlos Nelson; KONDER, Cíntia Munis de Souza. A contratualização do fortuito: reflexões sobre a alocação negocial do risco de força maior. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (Coord.). **Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios**. Volume II. Rio de Janeiro: Processo, 2021, p. 41-59.

KONDER, Carlos Nelson; SCHREIBER, Anderson. Uma agenda para o direito civil-constitucional. **Revista Brasileira de Direito Civil - RBDCivil**. Vol. 10. Out/dez 2016.

KONDER, Carlos Nelson. Princípios contratuais e exigência de fundamentação das decisões: boa-fé e função social do contrato à luz do CPC/2015. **Revista Opinião Jurídica** (Fortaleza), ano 14, n. 19, p. 33-57, jul./dez. 2016.

LAMY FILHO, Alfred; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A onerosidade excessiva no Código Civil. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo, nº 31, 2006, p. 11-24.

LUZONE, Leandro. **A importância da cláusula MAC em fusões e aquisições em tempos de pandemia do coronavírus**. Migalhas, 2020. Disponível em: <<https://www.migalhas.com.br/depeso/325249/a-importancia-da-clausula-mac->

em-fusoes-e-aquisicoes-em-tempos-de-pandemia-do-coronavirus>. Acesso em: 29 jan. 2022.

MARINO, Francisco de Paulo de Crescenzo. **Revisão contratual: onerosidade excessiva e modificação contratual equitativa**. São Paulo: Almedina, 2020.

MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. São Paulo: Marcial Pons, 2015

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

MARTINS-COSTA, Judith. **A teoria da imprevisão e a incidência dos planos econômicos governamentais na relação contratual**. Revista dos Tribunais, vol. 670/1991, agosto 1991, p. 41-48.

MARTINS-COSTA, Judith. **O direito privado como um “sistema em construção”** – as cláusulas gerais no projeto do Código [Civil brasileiro. Doutrinas Essenciais Obrigações e Contratos, vol. 1, junho 2011, p. 195-228.

MARTINS-COSTA, Judith. A cláusula de hardship e a obrigação de renegociar nos contratos de longa duração. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 25/2010, abril-junho 2010, p. 11-39.

MILLER, Robert T. Material Adverse Effect Clauses and the COVID-19 Pandemic. **University of Iowa, Legal Studies Research Paper**, number 2020-21, September 2020. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3603055>. Acesso em: 30 abr. 2023.

MILLER, Robert T. The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements. **William & Mary Law Review**, v. 50, 2009. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1375143>. Acesso em: 29 jan. 2023.

MORAES, Maria Celina Bodin de. A causa do contrato. **Civilistica.com**, Rio de Janeiro, v.2, n.1, p.4, out/dez. 2013. Disponível em: <<http://civilistica.com/wp->

content/uploads/2015/02/Bodin-de-Moraes-civilistica.com-a.2.n.1.2013>. Acesso em: 24 jan. 2023.

MULHOLLAND, Caitlin Sampaio. As cláusulas de representação e garantia e a aplicação do princípio da boa-fé objetiva. In.: CONPEDI (Org.). **Direito Civil I**, 1ed. João Pessoa: Conpedi, 2015, v.1. Disponível em <<http://publicadireito.com.br/artigos/?cod=9544120004d9a4b1>>. Acesso em: 24 jan. 2023.

MUNIZ, Ian de Porto Alegre. **Fusões e Aquisições** – Aspectos Fiscais e Societários. 3ª edição. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

MUNIZ, Joaquim de Paiva. **Introdução a Arbitragem e M&A**: Coletânea de Artigos. Curso Prático de Arbitragem (*e-book*). 2021.

NALIN, Paulo; PIMENTEL, Mariana Barsaglia; PAVAN, Vitor Ottoboni. Interpretação, integração e reequilíbrio dos contratos em tempos de pandemia: análise das alterações promovidas pela Lei nº 13.874/2019 à luz da legalidade constitucional. **Revista Brasileira de Direito Civil – RBDCivil**, Belo Horizonte, v. 25, p. 329-352, jul./set. 2020, p. 329-352.

NANNI, Giovanni Ettore. **Direito Civil e Arbitragem**. São Paulo: Atlas, 2014

NARITOMI, Sabrina; ALMEIDA, Manoela Penteado de. Efeitos da Pandemia de Covid-19 nos Contratos de M&A. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (orgs.). **Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020.

NASSER, Paulo Magalhães. **Onerosidade Excessiva no Contrato Civil**. São Paulo: Saraiva, 2011.

NOVAIS, Raquel et al., Capítulo X. Los Desafíos de Importar Conceptos del Derecho Anglosajón en los Contratos de M&A Regidos por la Legislación Brasileña. In: COAGUILA, Carlos Alberto Soto Coaguila. **Fusiones & Adquisiciones**. Lima, Perú: Instituto Pacífico S.A.C, 2015.

OLIVEIRA E SÁ, Fernando. Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas. In: **Direito e Justiça**, n. Especial, 2012.

PARGENDLER, Mariana; PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. As Diferenças entre Declarações e Garantias e os Efeitos do Conhecimento do Adquirente (Sandbagging). **FGV Direito SP**. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391>. Acesso em: 30 abr. 2023.

PARGENDLER, Mariana. O direito contratual comparado em nova perspectiva: revisitando as diferenças entre os sistemas romano-germânico e do *common law*. **Revista Direito GV**, v. 13, n. 3, set./dez., 2017, p. 796-826.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Vol. I. Introdução ao direito civil; teoria geral do direito civil. Atual. Maria Celina Bodin de Moraes. 26ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Vol. 3. Contratos. Atual. Caitlin Mulholland. 19ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2015.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade Civil**. Atualizador: Gustavo Tepedino. 10ª edição. Rio de Janeiro: GZ Ed., 2012

PERLINGIERI, Pietro. **O direito civil na legalidade constitucional**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

PERLINGIERI, Pietro. **Perfis do direito civil**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

RITO, Fernanda Paes Leme Peyneau. **Princípio do equilíbrio funcional dos contratos**. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Orientador Prof. Carlos Edison do Rego Monteiro Filho. Rio de Janeiro, 2016.

ROPPO, Enzo. **O contrato**. Impr. 2009. Coimbra: Almedina, 1947.

SACHS, Klaus. Fast-Track Arbitration Agreements of MAC Clauses. **Revista de Arbitragem e Mediação**, v. 31, 2011.

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

SCHREIBER, Anderson. **Princípios constitucionais versus liberdade econômica**: a falsa encruzilhada do Direito Contratual brasileiro. Disponível em:

<<https://www.migalhas.com.br/coluna/migalhas-contratuais/332664/principios-constitucionais-versus-liberdade-economica--a-falsa-encruzilhada-do-direito-contratual-brasileiro>>. Acesso em: 12 jan. 2023.

SCHREIBER, Anderson. A tríplice transformação do adimplemento: adimplemento substancial, inadimplemento antecipado e outras figuras. **Revista Trimestral de Direito Civil**, v. 32, p. 15, out/dez. 2007.

SCHREIBER, Anderson. **Manual de direito civil**: contemporâneo. 3. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020.

SCHREIBER, Anderson; KONDER, Carlos Nelson. Uma agenda para o Direito Civil-Constitucional. **Revista Brasileira de Direito Civil**. Volume 10. Out/Dez 2016, p. 9-27.

SCHWARTZ, Andrew. A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause. **57 UCLA L. Rev.**, 789, 2010. Disponível em: <<https://scholar.law.colorado.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1450&context=articles>>. Acesso em: 20 jan. 2023.

SCHWARTZ, Andrew. Frustration, the MAC-Clause, and COVID-19. **University of California, Davis, vol. 55:1771**. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3806739>. Acesso em: 30 abr. 2023.

SECADES, Alberto Manzanares. **Una Aproximación a la Cláusula MAC (Material Adverse Change) en los Contratos de Financiación Sindicada a la Luz de la Jurisprudencia Anglo-Americana**. Espanha: Thomson Reuters (Editorial Aranzadi, SAU), 2016.

SOMOGIE, Nathan. **Failure of a “basic assumption”**: the emerging standard for excuse under MAE provisions; material adverse effect. *Michigan Law Review*, Vol. 108, No. 1, 2009.

SOUZA, Eduardo Nunes de. Abuso do direito: novas perspectivas entre a licitude e o merecimento de tutela. **Revista Trimestral de Direito Civil**. Rio de Janeiro, v. 50, abr/jun. 2012.

STEFANOWSKI, Robert. **Material adverse change: lessons from failed M&As**. Estados Unidos da América: New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., 2018

TANI, Nadine Yasumi Macedo. **Aplicabilidade da Cláusula Mac no Brasil e no Mundo**. São Paulo: 2018. Monografia apresentada ao Curso de LL.M em Direito Societário, como requisito para a obtenção do Grau de Pós-Graduação Lato Sensu – Insper, 2018.

TEPEDINO, Gustavo; OLIVA, Milena Donato. **Fundamentos do direito civil**. Vol. 1 – Teoria Geral do Direito Civil. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. **Fundamentos do direito civil**. Vol. 3 – Contratos. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

TEPEDINO, Gustavo. **Direitos de liberdade econômica e o Direito Civil**. Disponível em: <oabrj.org.br/colunistas/gustavo-tepedino/direitos-liberdade-economica-direito-civil>. Acesso em: 30 jan. 2023.

TEPEDINO, Gustavo; CAVALCANTI, Lais. Notas sobre as alterações promovidas pela Lei nº 13.874/2019 nos artigos 50, 113 e 421 do Código Civil. In: SALOMÃO, Luís Felipe; CUEVA, Ricardo Villas Bôas; FRAZÃO, Ana (Coord.). **Lei de liberdade econômica e seus impactos no direito brasileiro**. São Paulo: Thompson Reuters Brasil, 2020, p. 487-513.

TERRA, Aline de Miranda Valverde. **Cláusula resolutiva expressa**. Belo Horizonte: Fórum, 2017.

TERRA, Aline de Miranda Valverde, KONDER, Carlos Nelson e GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Boa-fé, função social e equilíbrio contratual: reflexões a partir de alguns dados empíricos. In: **Princípios Contratuais aplicados: boa-fé, função social e equilíbrio contratual à luz da jurisprudência**. Indaiatuba/SP: Foco, 2019.

TERRA, Aline de Miranda Valverde. **Autonomia contratual: da estrutura à função**. Arquivo Jurídico, Teresina-PI, v. 2, n. 2, p. 85-102, jul./dez. 2015

TERRA, Aline de Miranda Valverde, GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Adimplemento substancial e tutela do interesse do credor: análise da decisão

proferida no RESP 1.581.505. **Revista Brasileira de Direito Civil - RBDCivil** / Belo Horizonte. v. 11, p. 95-113, 2017.

TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Resolução por inadimplemento: o retorno ao *status quo ante* e a coerente indenização pelo interesse negativo. **Civilistica.com**. Rio de Janeiro, a. 9, n. 1, 2020. Disponível em: <<http://civilistica.com/resolucao-por-inadimplemento-o-retorno/>>. Data de acesso: 24 jan. 2023.

TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Efeito indenizatório da resolução por inadimplemento. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (Coord.). **Inexecução das obrigações**: pressupostos, evolução e remédios. Volume I. Rio de Janeiro: Processo, 2020, p. 391-416.

TERRA, Aline de Miranda Valverde. A contemporânea teoria do inadimplemento: reflexões sobre a violação positiva do contrato, o inadimplemento antecipado e o adimplemento substancial. In: Carlos Edison do Rêgo Monteiro Filho; Gisela Sampaio da Cruz Guedes; Rose Melo Vencelau Meireles. (Org.). **Direito Civil**. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, v. 2, p. 183-200, 2015.

TERRA, Aline De Miranda Valverde; SCHENK, Leonardo Faria. Inafastabilidade da jurisdição e autotutela: O exemplo da cláusula resolutiva expressa. **Revista Eletrônica de Direito Processual – REDP**. Rio de Janeiro. Ano 13. Volume 20. Número 3. Setembro a Dezembro de 2019, p.1-19.

TORNOVSKY, Luciana M. Cossermelli; GARTNER; Débora Sejtman. Instrumentos Contratuais Preliminares. In: SUSSEKIND, Carolina S. et al. (Org.). **Fusões e aquisições em foco**: uma abordagem multidisciplinar. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020.

VIÉGAS, Francisco de Assis. **Denúncia Contratual e Dever de Pré-aviso**. Belo Horizonte: Fórum, 2019.

VIÉGAS, Francisco de Assis. O art. 473, parágrafo único, do código civil e a chamada suspensão da eficácia da denúncia: a perspectiva do *giusto* remédio e sua importância na concepção da faculdade alternativa de pagamento para o cumprimento do dever de pré-aviso. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde;

GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (Coord.). **Inexecução das obrigações:** pressupostos, evolução e remédios. Volume II. Rio de Janeiro: Processo, 2021, p. 267-296.

WALD, Arnoldo; MORAES, Luiza Rangel; WAISBERG, Ivo. Fusões, incorporações e aquisições – aspectos societários, contratuais e regulatórios. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (coord.). **Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009

WALD, Arnoldo. O Equilíbrio Econômico-Financeiro e a Revisão dos Contratos. In: NEVES, Thiago Ferreira Cardoso (coord.). **Direito & Justiça Social: Por Uma Sociedade Mais Justa, Livre e Solidária**. São Paulo: Atlas, 2013, p. 292-308

WEINSTEIN, Gail et al., **Fried Frank Discusses Delaware Chancery's Latest Decision on Material Adverse Change Clauses**. The CLS Blue Sky Blog. Disponível em: <<https://clsbluesky.law.columbia.edu/2020/01/21/fried-frank-discusses-delaware-chancerys-latest-decision-on-material-adverse-change-clauses/>>. Acesso em: 29 jan. 2022.

WEINSTEIN, Gail; WIED, Warren S. de; KAGAN, Steward. Covid 19 as a Material Adverse Effect (MAC) Under M&A and Financing Agreements. **Harvard Law School Forum on Corporate Governance**, Cambridge, 4 April 2020. Disponível em: <<https://corpgov.law.harvard.edu/2020/04/04/covid-19-as-a-material-adverse-effect-mac-under-ma-and-financing-agreements/>>. Acesso em: 29 jan. 2022.

VIÉGAS, Francisco de Assis. **Denúncia Contratual e Dever de Pré-aviso**. Belo Horizonte: Fórum, 2019.

YAMAJI, Crisleine Barboza. **As previsões contratuais da superveniência de circunstâncias:** uma construção teórica à luz das cláusulas *material adverse change*. Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Orientador Prof. Cristiano de Sousa Zanetti. Coorientador Prof. Claudio Scognamiglio. São Paulo, 2019.