UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS

FACULDADE NACIONAL DE DIREITO

LUIZA DOBBIN MACEDO

FUSÕES E AQUISIÇÕES: A CONFIGURAÇÃO DO EFEITO MATERIAL ADVERSO

RIO DE JANEIRO

2021

LUIZA DOBBIN MACEDO

FUSÕES E AQUISIÇÕES: A CONFIGURAÇÃO DO EFEITO MATERIAL ADVERSO

Monografia Jurídica de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob orientação do Professor Alberto Lopes da Rosa.

RIO DE JANEIRO

2021

CIP – Catalogação na Publicação

Autorizo, apenas para fins acadêmico e científicos, a reprodução total ou parcial desta monografia, desde que citada a fonte.

Assinatura

Data

LUIZA DOBBIN MACEDO

FUSÕES E AQUISIÇÕES: A CONFIGURAÇÃO DO EFEITO MATERIAL ADVERSO

Monografia Jurídica de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob orientação do Professor Alberto Lopes da Rosa.

Data de aprovação: ___ / ___ / _____

Banca Examinadora:

_____

Orientador

_____

Membro da Banca

_____

Membro da Banca

RIO DE JANEIRO

2021

À minha avó Madalena.

RESUMO

O presente trabalho tem por objeto um estudo acerca da definição, configuração e eventuais consequências do efeito material adverso nos contratos de fusões e aquisições. A primeira parte situa os instrumentos que formalizam estas operações e a Cláusula MAC no ordenamento jurídico brasileiro e, posteriormente, são delineadas as principais funções e características deste mecanismo contratual de distribuição de risco, de relevância bastante expressiva para o bom desenvolvimento desta espécie de transações. Além disso, foram analisados dois episódios emblemáticos que ilustram as soluções e problemáticas que podem decorrer da aplicação da Cláusula MAC nos contratos de compra e venda de participação societária, bem como pretendeu-se delinear os mais relevantes aspectos da sua redação, a fim de evitar disputas e litígios.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições; Direito Empresarial; Direito Contratual; efeito material adverso.

ABSTRACT

This paper aims to present a study about the definition, configuration, and potential consequences of the material adverse effect in mergers and acquisitions agreements. The first part situates the contracts that formalize such operations and the MAC Clause in the Brazilian legal system and, afterwards, the main characteristics and functions of such risk allocating mechanism are outlined, considering its significant relevance to this type of transaction. Furthermore, two emblematic episodes were analyzed to illustrate the solutions and problematics that may arise from its application in the scope of share purchase agreements and the most relevant aspects concerning the wording of MAC Clauses were outlined, in order to prevent disputes or litigation.

Keywords: Mergers and Acquisitions; business law; contractual law; material adverse effect.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO **8**

CAPÍTULO I – IDENTIFICANDO A DISCIPLINA DO EFEITO MATERIAL ADVERSO NO DIREITO CONTRATUAL BRASILEIRO **11**

1.1. CONTRATOS INTEREMPRESARIAIS E A RELEVÂNCIA DA AUTONOMIA PRIVADA 12

1.2. *PACTA SUNT SERVANDA*, TEORIA DA IMPREVISÃO E ONEROSIDADE EXCESSIVA 15

1.3. BOA-FÉ E PREVISIBILIDADE NO CONTRATO EMPRESARIAL 18

CAPÍTULO II – FUSÕES E AQUISIÇÕES: EVOLUÇÃO, CARACTERÍSTICAS E O EFEITO MATERIAL ADVERSO **20**

2.1. EVOLUÇÃO E CLASSIFICAÇÃO DAS OPERAÇÕES DE F&A 20

2.2. CARACTERÍSTICAS RELEVANTES E A FUNÇÃO DA CLÁUSULA MAC 23

2.3. A NATUREZA DA CLÁUSULA MAC 27

CAPÍTULO III – APLICAÇÃO DA CLÁUSULA MAC: ASPECTOS PRÁTICOS **31**

3.1. BANK OF AMERICA E MERRILL LYNCH 32

3.2. *AKORN INC V. FRESENIUS KABI* 38

3.3. O EFEITO MATERIAL ADVERSO NAS F&A 42

CONCLUSÃO **46**

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS **48**

INTRODUÇÃO

O mercado de F&A – sigla utilizada para remeter às operações de fusões e aquisições ou, em inglês, *mergers and acquisitions* – sedimenta-se no panorama jurídico e econômico atual como um dos temas mais relevantes do direito contratual e empresarial. Esta espécie de transação encontra-se em expansão, inclusive durante a pandemia do Covid-19[1], e, por isso, é tema que demanda maior atenção da doutrina e da jurisprudência.

No Brasil, mais especificamente, as operações de fusões e aquisições vêm crescendo em velocidade considerável nas últimas décadas, em decorrência de uma combinação de fatores, incluindo programas de privatização, o papel do Brasil na economia mundial, a globalização exponencial e a busca por crescimento e eficiência das companhias de grande porte, que enxergam nas fusões e aquisições uma alternativa "rápida" de expansão e desenvolvimento, em contrapartida ao crescimento orgânico das empresas (CALLADO; FERREIRA, 2018).

Tendo em vista a complexidade das operações mais robustas de F&A, em geral é necessário um lapso temporal entre a celebração do instrumento definitivo de compra e venda (*signing*) – por meio do qual restam estabelecidas as obrigações das partes – e o efetivo fechamento da operação (*closing*) – momento em que ocorre formalmente a transferência de propriedade da participação societária da empresa adquirida (*target*), seja qual for a estrutura (tipo societário).

Este tempo é utilizado para que sejam satisfeitas todas as condições definidas no momento do *signing* para o efetivo fechamento, como aprovações governamentais que se façam necessárias (e.g. autorização do Conselho Administrativo de Defesa Econônima – CADE) e o devido consentimento de acionistas, partes relacionadas ou terceiros interessados (e.g. credores em contratos de financiamento ou empréstimos, que muitas vezes contam com cláusulas de vencimento antecipado no caso de realização de operações societárias sem consentimento), dentre outras possibilidades. Apesar de necessário, o período compreendido entre o *signing* e o

[1]Pode-se ver mais do assunto em estudo disponível em: https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2021/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-marco-21.html

closing pode durar meses e é um dos mais arriscados das operações de F&A. Isso porque a empresa adquirida continua em pleno funcionamento durante este tempo, sob a gestão da administração existente e sujeita a riscos externos, o que pode alterar substancialmente suas condições em comparação à data do *signing*, de modo que o negócio deixe de ser atraente ou viável para a parte compradora.

Considerando os riscos envolvidos, a Cláusula MAC, que dispõe sobre o conceito de *material adverse change* (em português, "efeito material adverso"), originária do direito anglo-saxão, é amplamente utilizada nos contratos de fusões e aquisições e tem por objetivo a proteção das partes – especialmente a compradora –, justamente no período compreendido entre o *signing* e o *closing*.

Esta forma de blindagem contratual possibilita um *way out* para que o comprador possa desistir efetivamente de concluir a aquisição nas hipóteses em que ocorra algum efeito material adverso que impacte de forma negativa a empresa adquirida e altere materialmente as condições comerciais, financeiras ou legais nas quais se encontrava no *signing*.

Diante da relevância deste dispositivo contratual e das diversas consequências possíveis em decorrência da sua inclusão, bem como das minúcias da sua redação nos instrumentos definitivos da operação, o presente trabalho analisa os aspectos contratuais e as implicações concretas da Cláusula MAC para as partes envolvidas em fusões e aquisições.

O objetivo é promover uma análise da aplicação e evolução das cláusulas de efeito material adverso, com enfoque nos seus desdobramentos práticos, contemplando o entendimento doutrinário e situações fáticas envolvendo o tema.

Para tanto, no primeiro capítulo serão delineados conceitos relevantes do direito contratual brasileiro, com enfoque nos contratos empresariais, para uma fundamentação da construção dos contratos de F&A e da recepção do conceito de efeito material adverso pelo ordenamento jurídico do país.

Ato contínuo, o segundo capítulo versa sobre a evolução e classificação das fusões e aquisições no Brasil e mundo, tratando de matérias específicas dos instrumentos – principais e acessórios – envolvidos nesse tipo de operação, em paralelo com a exposição da Cláusula MAC e de um detalhamento mais profundo deste instituto, debruçando-se sobre as obras de estudiosos brasileiros e estrangeiros.

O terceiro capítulo é dedicado à análise dos aspectos práticos da Cláusula MAC, a partir de situações em que o efeito material adverso foi objeto de negociação e controvérsia, bem como em que restam ilustradas algumas das problemáticas e disputas que podem emergir da redação e da possibilidade de invocação deste dispositivo.

Este capítulo objetiva, ainda, um exame técnico da negociação e redação da Cláusula MAC em si, abordando possíveis definições de "efeito material adverso", além de esclarecer alguns dos critérios que podem ser escolhidos pelas partes para identificá-lo.

Em suma, pretende este trabalho uma contribuição de estudo acerca dos contratos de fusões e aquisições e da possibilidade de mitigação das disputas que podem surgir com relação a estes, especificamente no que tange aos efeitos materiais adversos.

CAPÍTULO I – IDENTIFICANDO A DISCIPLINA DO EFEITO MATERIAL ADVERSO NO DIREITO CONTRATUAL BRASILEIRO

O civilista Fábio Ulhoa Coelho (2012) define o contrato como "o negócio jurídico bilateral ou plurilateral gerador de obrigações para uma ou todas as partes, às quais correspondem direitos titulados por elas ou por terceiros" (livro digital).

Para os fins do presente trabalho, todavia, é necessário analisar os contratos sob a ótica empresarial, no que cabem perfeitamente as considerações de Enzo Roppo acerca dos instrumentos contratuais como tradução científico-jurídica da operação econômica, em sua obra "O Contrato" (1988, p. 8):

> De fato, falar de contrato significa sempre remeter – explícita ou implicitamente, direta ou mediadamente – para a ideia de operação econômica. [...] de molde a atribuir à palavra "contrato" um significado que prescinde de qualquer qualificação jurídica pontual, colocando-se, ao invés, no plano da fenomenologia econômico-social – como sinônimo, justamente, de operação econômica. [...] onde não há operação econômica, não pode haver também contrato.

Ainda acerca da definição dos contratos com enfoque econômico em detrimento do conceito jurídico formal em si, o doutrinador Paulo Nader versa que (2016, p.40):

> Na acepção atual, contrato é acordo de vontades que visa à produção de efeitos jurídicos de conteúdo patrimonial. Por ele, cria-se, modifica-se ou extingue-se a relação de fundo econômico. Embora previsto e regulado no Direito das Obrigações, os contratos não se referem, necessariamente, aos negócios jurídicos entre credor e devedor; estendem-se a outras províncias jurídicas, [...].

Sem pretender adentrar na teoria geral dos contratos, passamos ao estudo e reflexão acerca dos contratos empresariais em específico, sendo o que importa para a análise dos princípios afetos à compreensão do efeito material adverso no ordenamento jurídico brasileiro.

1.1. CONTRATOS INTEREMPRESARIAIS E A RELEVÂNCIA DA AUTONOMIA PRIVADA

Assentada a acepção mais atual de contrato, que perpassa pela operação econômica, importa ressalvar que, apesar da unificação do Código Civil de 2002 no que se refere ao direito das obrigações, os contratos empresariais possuem particularidades que merecem atenção e são relevantes para o entendimento da construção dessa espécie contratual.

Em primeiro lugar, é fato que empresas celebram contratos com uma gama diversa de agentes e objetos. Todavia, a atenção aqui recai sobre os contratos interempresariais, isto é, aqueles em que somente empresas fazem parte da relação (FORGIONI, 2018).

A esse respeito, a principal característica que diferencia os contratos interempresariais é o escopo do lucro de todas as partes envolvidas (FORGIONI, 2018), sendo certo que a redação dos contratos como veículos do negócio comercial é determinada justamente pelo ímpeto dos resultados econômicos.

Neste formato de obrigação, no qual ambas as partes são empresárias e atuam plasmadas pela procura do lucro (FORGIONI, 2018), considera-se que estas conheçam, em relativa igualdade – isto é, "*com recursos semelhantes para entabular negociações*" (COELHO, 2012, livro digital) –, o risco empresarial e os costumes do mercado no qual estão inseridas.

A paridade nos contratos empresariais está, inclusive, consagrada no artigo 421-A, *caput*, do Código Civil, que dispõe expressamente que "presumem-se paritários e simétricos até a presença de elementos concretos que justifiquem o afastamento dessa presunção", redação incluída recentemente pela Lei nº 13.874/2019 (Lei da Liberdade Econômica).

Cumpre pontuar, neste sentido, que a Lei da Liberdade Econômica sedimenta no ordenamento jurídico uma positivação da tipologia dos contratos empresariais[2], em observância às tendências doutrinárias e jurisprudenciais sobre o tema, reconhecendo a distinção que deve ser pontuada em respeito ao direito empresarial no que concerne à revisão contratual.

Sendo assim, considera-se, de maneira geral, que não há hipossuficiência ou necessidade de proteção especial de uma das partes, como é o caso nos contratos trabalhistas ou consumeristas. A esse respeito, conclui Paula Forgioni, firmando a especificidade dos contratos intermpresariais (FORGIONI, 2018, p. 44):

> As interações e iterações que acontecem no mercado hão de ser agrupadas segundo os sujeitos que dela participam, pois é em virtude deles que as relações jurídicas acomodar-se-ão em torno de princípios comuns. Ou seja, na ordem jurídica do mercado, as relações são disciplinadas de acordo com o "status" das partes. Na atualidade, apenas as relações interempresariais submetem-se ao parâmetro mercantil.

Esta paridade entre as partes abre espaço para a discussão do princípio da autonomia privada no âmbito dos contratos interempresariais como fundamento primordial desta espécie contratual.

Para Enzo Roppo, a autonomia privada significa a "liberdade dos sujeitos de determinar com a sua vontade, eventualmente aliada à vontade de uma contraparte no "consenso" contratual, o conteúdo das obrigações que se pretende assumir" (1988, p. 128). Consagrado no artigo 421 do Código Civil, este princípio cunha a liberdade das partes em se obrigarem da forma que desejarem, podendo dispor livremente acerca do conteúdo dos contratos que escolhem celebrar, desde que dentro da ordem jurídica.

Neste diapasão, os contratos empresariais devem, assim como quaisquer outras espécies contratuais, observar inevitavelmente a licitude daquilo que dispõem. Os agentes econômicos

---

[2]Recomenda-se a leitura do artigo de Hugo Yamashita, disponível em: https://www.conjur.com.br/2020-jan-03/hugo-yamashita-revisao-contratos-lei-liberdade-economica.

podem optar e explorar dentro do espaço que se encontra entre as delimitações das regras jurídicas pertinentes, sendo certo que o autorregramento não pode repelir o jurídico imposto às vontades (FORGIONI, 2016).

Na linha do aludido acima, não serão abordadas em detalhes as limitações aos princípios da autonomia privada quanto aos desequilíbrios entre contratantes vulneráveis ou hipossuficientes, que devem ser compensados mediante o reconhecimento de direitos e prerrogativas específicas (COELHO, 2012), por tratarem de matéria diversa ao que se pretende analisar nesta pesquisa.

Imersos no princípio da liberdade de contratar, os contratos empresariais mostram-se "a arena na qual a liberdade econômica assume quadrantes mais largos" (FORGIONI, 2016, p. 117). Nota-se, mais uma vez, a relevância do regime específico dos contratos empresariais, que se diferenciam ainda pela preponderância do princípio da autonomia privada sobre o do equilíbrio dos contratantes (COELHO, 2012).

Tal preponderância encontra fundamento na natureza dos negócios formalizados nos contratos empresariais, que torna inviável a proteção exacerbada de um dos agentes em detrimento do outro, tendo em vista justamente o princípio basilar do jogo concorrencial que sustenta o capitalismo: a livre iniciativa. Neste ponto, ilustra Paula Forgioni:

> Um ordenamento que — em nome da proteção do agente econômico mais fraco — neutralize demasiadamente os efeitos nefastos do erro para o empresário pode acabar distorcendo o mercado e enfraquecendo a tutela do crédito. Em termos bastante coloquiais, o remédio erradicaria a doença, mas também mataria o doente... Seria, por assim dizer, a condenação da busca pela vantagem competitiva (FORGIONI, 2003, p. 16).

Entende-se, por fim, que a relação contratual entre as partes que decidem celebrar contratos interempresariais é intrinsecamente paritária, isto é, não se identifica desequilíbrio contratual que enseje um regramento protetivo especial a um dos agentes, o que resulta em uma maior amplitude do princípio da autonomia privada.

1.2. *PACTA SUNT SERVANDA*, TEORIA DA IMPREVISÃO E ONEROSIDADE EXCESSIVA

Em paralelo imediato, a faculdade de contratar livremente, por outro lado, vincula os sujeitos rigorosamente àquilo que acordaram. Nas palavras de Enzo Roppo: "cada um é absolutamente livre de comprometer-se ou não, mas, uma vez que se comprometa, fica ligado de modo irrevogável à palavra dada: pacta sunt servanda" (1988, p. 34).

Neste sentido, consubstancia-se que os termos entabulados pelas partes se tornam lei entre elas, tendo força obrigatória. A tradução do termo em latim esclarece justamente a intenção deste princípio, qual seja o respeito àquilo que foi pactuado, como decorrência do princípio da autonomia privada, sendo certo que a intervenção do judiciário na relação contratual atingiria o poder de obrigar-se das partes, ferindo sua liberdade (GOMES, 2009).

Em complemento, especialmente no que diz respeito ao princípio do *pacta sunt servanda* nos contratos interempresariais, dispõe Paula Forgioni:

> [...] Compreende-se a importância sistemática da força vinculante dos contratos, na sua ausência, seria impossível a coibição do descumprimento da palavra empenhada e o desestímulo de comportamentos oportunistas prejudiciais ao tráfico. O príncipio do pacta sunt servanda mostra-se necessário ao giro mercantil na medida em que freia o natural oportunismo dos agentes econômicos. (2016, p. 109)

É certo que o princípio da força obrigatória possui significado menos rígido no direito contratual recente. Percebeu-se a injustiça que pode emergir da aplicação absoluta desse princípio, já que muitos contratos, no decorrer do tempo, tornaram-se insustentáveis por conta de situações extraordinárias supervenientes, a exemplo daqueles cuja execução se prolongou ao longo da Primeira Guerra Mundial (GOMES, 2009).

A partir da necessidade de limitar os efeitos do *pacta sunt servanda*, nascem a teoria da imprevisão e a teoria da onerosidade excessiva (artigos 317 e 478 do Código Civil), fundadas

no conceito da cláusula *rebus sic standibus*, oriunda do direito canônico. Visando relativizar a força obrigatória dos contratos, as aludidas teorias defendem que, nos casos em que haja alterações supervenientes que interfiram nas circunstâncias iniciais nas quais as partes se obrigaram, em decorrência de fato imprevisível, é possível a intervenção estatal.

Para atrair ambas as teorias, é necessário que se comprove a imprevisibilidade do evento posterior que veio a afetar a economia do contrato em questão, além de que se ateste a "radical alteração no estado de fato contemporâneo à celebração do contrato" (GOMES, 2009, p. 42).

Outro pressuposto destes dois instrumentos de revisão contratual é encontrar objeto em contratos de execução diferida ou continuada. Os contratos de execução continuada são aqueles nos quais as prestações das partes não se esgotam em apenas um ato, mas perduram no tempo ou repetem-se em períodos determinados (ROPPO, 1988), a exemplo da locação e do seguro.

A execução diferida, por sua vez, "ocorre em momento não coincidente com o da constituição do contrato" (COELHO, 2012, livro digital), isto é, dá-se nas hipóteses em que as partes se obrigam a determinada prestação que será entregue posteriormente à celebração do instrumento que formaliza suas vontades, o que é justamente o caso dos contratos mais sofisticados de compra e venda de participação societária típicos das F&A, nos quais ocorre um lapso temporal entre a assunção das obrigações e a sua devida execução.

Enquanto os contratos de execução continuada cumprem-se por atos sucessivos de pelo menos uma das partes, os de execução diferida se caracterizam pela prestação de um único ato – cumprem-se instantaneamente – que, por acordo das partes, ocorrerá em momento diverso daquele no qual foi contraída a obrigação.

O Superior Tribunal de Justiça, em acórdão proferido no REsp 1.321.614/SP, diferencia a teoria da imprevisão e a teoria da onerosidade excessiva, com base na interpretação do Código Civil, consignando que a primeira depende de evento superveniente imprevisível, ao passo que

a segunda exige a demonstração de evento superveniente imprevisível e extraordinário. Leia-se:

> A intervenção do Poder Judiciário nos contratos, à luz da teoria da imprevisão ou da teoria da onerosidade excessiva, exige a demonstração de mudanças supervenientes das circunstâncias iniciais vigentes à época da realização do negócio, oriundas de evento imprevisível (teoria da imprevisão) e de evento imprevisível e extraordinário (teoria da onerosidade excessiva), que comprometa o valor da prestação, demandando tutela jurisdicional específica. (REsp 1321614/SP, Rel. Ministro PAULO DE TARSO SANSEVERINO, Rel. p/ Acórdão Ministro RICARDO VILLAS BÔAS CUEVA, TERCEIRA TURMA, julgado em 16/12/2014, DJe 03/03/2015)

Cabe ressalvar que a distinção supramencionada não é pacificada na doutrina pátria, que muitas vezes reconhece a teoria da onerosidade excessiva e teoria da imprevisão como um instituto unificado (PEREIRA, 2017).

Isto posto, em análise específica quanto à onerosidade excessiva, o artigo 478 do Código Civil consagra a teoria nos seguintes termos:

> 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.

O artigo 479 do mesmo diploma, vale destacar, prevê ainda a possibilidade de revisão do contrato para reestabelecer a equidade de suas condições, como alternativa à sua resolução.

A problemática fundamental que resulta na teoria da onerosidade excessiva consiste na alteração das circunstâncias, sendo certo que a parte contratante não se arrependeu ou se equivocou quanto ao cálculo da obrigação, mas sim não se concretizaram as premissas que utilizou para tanto (COELHO, 2012).

Sendo assim, a resolução – ou revisão – dos contratos de execução diferida ou continuada por onerosidade excessiva depende, primordialmente, da ocorrência de fato superveniente, imprevisível e extraordinário, capaz de dificultar exacerbadamente o cumprimento da obrigação contraída por um dos agentes, resultando em extrema vantagem da outra parte, tornando-se "notavelmente mais gravosa do que era no momento em que surgiu" (GOMES, 2019, p. 217).

Imperioso aludir ainda à lição de Orlando Gomes, em seu livro "Contratos", no que tange à caracterização do descumprimento por onerosidade excessiva por extrema dificuldade – e não impossibilidade:

> A onerosidade excessiva da prestação é apenas obstáculo ao cumprimento da obrigação. Não se trata, portanto, de inexecução por impossibilidade, mas de extrema dificuldade. Contudo, não se pode dizer que é voluntária a inexecução por motivo de excessiva onerosidade. Mas, precisamente porque não há impossibilidade, a resolução se realiza por motivo diverso. (GOMES, 2009, p. 214)

Em conclusão, enfatiza-se a importância do princípio do *pacta sunt servanda*, especialmente no que tange aos contratos interempresariais, ainda que balizado pelas teorias da imprevisão e onerosidade excessiva. A intenção é que se mantenha a justiça contratual, sendo certo que a revisão dos termos pactuados livremente entre as partes deve ser compreendida em sede de exceção.

1.3. BOA-FÉ E PREVISIBILIDADE NO CONTRATO EMPRESARIAL

Em adição à expressão dos preceitos supramencionados, o princípio fundamental da boa-fé objetiva, consagrado no artigo 422 do Código Civil, é de suma importância para o bom desenvolvimento das relações econômicas e para a realização dos negócios intrínsecos ao direito empresarial.

Ainda que os agentes contratantes tenham liberdade para dispor das obrigações que assumem e capacidade para defender seus interesses em relativa igualdade, não existe mercado sem direito e, assim sendo, a boa-fé, como parte do ordenamento jurídico pátrio, funciona como uma das "regras do jogo", diminuindo os custos, para o agente e para o mercado, que emergem da incerteza nas atividades econômicas (FORGIONI, 2016).

Entende-se, portanto, que a boa-fé no direito empresarial se caracteriza pelo agir de acordo com o que seria esperado de um agente inserido no mercado em questão, prezando justamente pela previsibilidade de comportamento que permite o fluxo regular de atividades econômicas.

A segurança do direito regulador destas atividades permite que seus agentes contratem sem a desconfiança plena e contem com a proteção da sua legítima expectativa, ainda que na hipótese de descumprimento das obrigações pela outra parte. A esse respeito, importa a lição de Forgioni:

> Ambos os empresários planejam sua jogada e esperam que o outro aja de acordo com esse padrão "de mercado". Não é desejável que seja dada ao contrato interpretação diversa daquela que pressupõe o comportamento normalmente adotado [usos e costumes]. Isso levaria ao sacrifício da segurança e previsibilidade jurídicas. (2016, p. 119)

Portanto, a totalidade das cláusulas e a interpretação dos termos pactuados nos contratos interempresariais devem respeitar o princípio da boa-fé objetiva, que complementa a compreensão do princípio do *pacta sunt servanda*.

CAPÍTULO II – FUSÕES E AQUISIÇÕES: EVOLUÇÃO, CARACTERÍSTICAS E O EFEITO MATERIAL ADVERSO

Explanados os princípios e teorias essenciais à discussão a que se propõe este trabalho, debruçar-se-á sobre a natureza do dispositivo que prevê a possibilidade de desfazimento contratual mediante ocorrência de um efeito material adverso no período entre o *signing* e o *closing* nas operações de F&A, a Cláusula MAC.

Além disso, propõe-se análise do mercado das F&A nas últimas décadas e a disposição do seu escopo e principais características. Neste sentido, o doutrinador Sérgio Botrel, em seu livro "Fusões e Aquisições", bem define a abrangência da expressão:

> Tradução da expressão do mercado anglo-saxão mergers and acquisitions (M&A), 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. [...] Enfim, o modelo jurídico escolhido pelas partes pode variar consideravelmente, pois o que caracteriza uma operação de fusão e aquisição é a sua finalidade: servir de instrumento de implementação da estratégia de crescimento externo/inorgânico ou compartilhado. (BOTREL, 2017, livro digital)

Ainda que estejam inseridas nesta terminologia a formação de *joint ventures*, a constituição de sociedades de propósito específico ou de sociedades em conta de partipação, dentre outros modelos jurídicos, serão enfoque neste capítulo as transações de compra e venda de participação societária, que representam a maioria esmagadora das transações de F&A realizadas no Brasil[3].

2.1. EVOLUÇÃO E CLASSIFICAÇÃO DAS OPERAÇÕES DE F&A

A partir de uma visão panorâmica do cenário econômico e financeiro global das últimas décadas, o volume das operações estratégicas (*strategic deals*) de F&A vem crescendo com

[3] Dados para consulta em estudo disponível em: https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2021/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-marco-21.html

certa constância, sendo observada uma oscilação cíclica de atividade que acompanha as tendências do mercado ao longo dos anos[4].

Em linhas gerais, fatores como avanços tecnológicos acelerados, a expansão ou recessão de setores específicos da economia e as variações cambiais interferem na oscilação das atividades deste mercado.

Nos últimos dois anos, o Brasil apresentou um crescimento relevante das operações de F&A, mesmo no contexto dos efeitos da pandemia do Covid-19. O relatório da PwC Brasil indica que houve um recorde no volume de transações em 2020 e que a aceleração segue em alta em 2021, com um volume 169% superior no mês de março, em comparação com o mesmo mês do ano passado[5].

O cenário de crise pode, inclusive, contribuir para esta aceleração, impulsionando as empresas a buscarem estratégias que tragam mais agilidade e amplitude geográfica para o seu crescimento, possibilitando maior competitividade em seus respectivos setores.

Existem dois caminhos, em uma análise geral, para promover a expansão dos negócios de uma empresa. O primeiro é o crescimento orgânico, por meio do qual se pretende que a empresa evolua "naturalmente" e que sua expansão seja construída e alcançada internamente no decorrer do tempo, promovendo o aumento dos negócios por meio de canais e produtos já existentes. De outro lado, apresenta-se a alternativa do crescimento inorgânico – no qual estão inseridas as F&A – que enxerga na incorporação de outras empresas uma alternativa externa mais rápida (e muitas vezes mais simples) para expansão.

O crescimento orgânico apresenta diversas vantagens, sendo certo que possibilita maior controle e atenção ao detalhe da alta gerência da empresa no que diz respeito às decisões estratégicas, contratação de pessoal e estabelecimento de uma cultura interna, em contraposição

---

[4] Sobre tal crescimento, recomenda-se a leitura do artigo disponível em: https://www2.deloitte.com/global/en/pages/mergers-and-acquisitions/articles/m-a-prediction.html

[5] Ver relatório disponível em: https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2021/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-marco-21.html

à demanda imediata de integração que emerge da aquisição de outra companhia – isto além do fator financeiro, já que as operações de F&A costumam demandar um investimento inicial elevado de capital pela compradora.

Existem, todavia, algumas desvantagens relevantes neste modelo. Expandir uma companhia internamente demanda tempo e conhecimento da sua administração quanto ao mercado em que está adentrando. A contratação de pessoas qualificadas, obtenção de licenças, procura de um local adequado e compreensão da nova área/produto vão exigir um período de adaptação e aprendizagem que não é necessário no cenário de aquisição de uma empresa já inserida na localidade/setor (STEFANOWSKI, 2018).

Fato é que as companhias são cada vez mais pressionadas para crescerem rapidamente e se manterem competitivas e atrativas para seus acionistas, o que é bastante difícil de alcançar por meio do crescimento orgânico exclusivamente. Botrel versa, neste sentido:

> Como noticia a literatura especializada, inúmeros fatores contribuem para que o investimento em crescimento orgânico divida espaço com investimentos em medidas que permitam a uma corporação controlar ou compartilhar ativos produtivos e operações já em curso, de titularidade de outros agentes econômicos. Dentre eles, destacam-se: (i) rápido acesso a novos mercados e atividades; (ii) facilitação na internacionalização da atividade; (iii) exploração de sinergias de custos e complementaridades; (iv) aumento do poder de mercado (redução da concorrência e aumento do poder de negociação. (2017, livro digital)

É possível classificar as F&A como horizontais, verticais e conglomerados. As horizontais são aquelas em que uma empresa compra ou se funde com outra que compete na mesma indústria em que atua (e.g. fusão de duas empresas que produzem e comercializam bebidas), enquanto as verticais consistem em operações nas quais uma empresa compra um de seus fornecedores ou distribuidores (i.e., os agentes atuam na mesma indústria, mas em estágios diferentes do processo produtivo, como no caso de uma montadora de carros que adquire a empresa que fornece suas peças). Os conglomerados, por sua vez, caracterizam-se por transações de fusão ou aquisição entre empresas de setores distintos, geralmente visando uma diversificação das atividades.

Nas três classificações, resta claro que a intenção dos agentes envolvidos é promover o crescimento externo ou inorgânico das empresas que representam. Os dados mencionados acima atestam a tendência de aumento desse tipo de transação, principalmente no Brasil, o que torna de suma importância um estudo aprofundado dos institutos e instrumentos que compõe as F&A por parte da gerência das empresas e dos advogados que auxiliam as partes envolvidas no país.

Apesar da inegável relevância das F&A, não é incomum que pesquisas especializadas atestem um percentual entre 60% e 70% de insucesso das transações. Além dos fatores *pós-fusão* (e.g. diferenças culturais e integração de *softwares*), uma das justificativas para o alto índice de fracasso é a falta de uma "*adequada due diligence estratégica*" (BOTREL, 2017, livro digital).

2.2.CARACTERÍSTICAS RELEVANTES E A FUNÇÃO DA CLÁUSULA MAC

Importa endereçar, nesta seara, alguns aspectos relevantes do processo e dos contratos que instrumentalizam as F&A – em observância especial à função da Clásula MAC – regulados no ordenamento jurídico brasileiro principalmente pelo artigo 220 e seguintes da Lei 6.404/1976 (Lei das Sociedades Anônimas).

Inicialmente, cumpre mencionar que, além do primordial contrato de compra e venda de participação societária (*Share Purchase Agreement* – SPA), é bastante usual que se insiram nestas operações o Instrumento de Oferta Não Vinculativo (*Non-Binding Offer* – NBO) e o Contrato de Confidencialidade (*Non-Disclosure Agreement* – NDA), dentre outras possibilidades.

O NBO consiste em instrumento prévio à celebração do SPA que apresenta os principais termos da proposta preliminar da parte compradora à parte vendedora, como preço, prazo e formato da aquisição. É comum que haja negociação prévia a este instrumento e que ainda sejam alterados os seus termos indicativos, que não tem poder de vinculação entre as partes.

Apesar de não vincularem às partes no que tange às condições da operação, obrigações de confidencialidade e um período de exclusividade são usuais nesse instrumento negocial.

Os contratos de confidencialidade – ou NDA –, como é possível depreender do próprio nome, dispõe sobre a obrigação das partes de manter em sigilo os termos (e até mesmo a existência) da operação. É costumeiro que se encontre nestes instrumentos a permissão de revelação das informações confidenciais apenas à colaboradores das empresas envolvidas que estejam diretamente envolvidos na situação e cláusulas que preveem multa nas hipóteses de quebra de sigilo.

É usual que ocorra, previamente à assinatura do SPA, processo de coleta e revisão de informações e documentos que permite uma análise da situação jurídica, contábil e operacional da empresa *target*, denominado *due diligence*. O objetivo deste processo de diligência (ou auditoria) é, em linhas gerais, a apuração da situação atual da empresa que será adquirida, a existência de passivos e contingências, bem como a avaliação do impacto destas apurações nas cláusulas do contrato e no valor da operação (WALD; MORAES; WAISBERG, 2009).

A diligência costuma ser dividida em auditoria legal e contábil e, a partir dos resultados, que permitem à compradora se certificar da substância da empresa que pretende adquirir, serão elaboradas as cláusulas de distribuição de risco do SPA. Dentre elas, se encontram as cláusulas de declarações e garantias, de indenização e de efeito material adverso. Nas palavras de Natalie Sequerra:

> Os principais objetivos da auditoria legal são: (i) conhecer o negócio a ser adquirido, para que seja possível alocar o risco financeiro e legal em relação a vários temas pertinentes à empresa no contrato de compra e venda; e (ii) confirmar se não há passivo nem contingência que seja impeditivo ao fechamento do negócio. Na verdade, é a auditoria que fornecerá os elementos para negociar as declarações e garantias e os termos da indenização. (2020, p. 255)

As declarações e garantias funcionam como uma fotografia de fatos e circunstâncias passados e presentes do negócio a ser alienado (SEQUERRA, 2020) e como um espelho do que foi concluído na diligência. Sendo assim, se foi verificada durante a auditoria uma contingência

trabalhista na empresa *target*, por exemplo, a parte compradora poderá exigir durante a negociação que seja incluída nesta cláusula uma alocação dos riscos decorrentes desta contingência na parte vendedora ou que seja revisitado o preço proposto.

Em continuidade, a cláusula de indenização está intrinsecamente ligada às declarações e garantias. Isso porque é esta que irá prever o que ocorrerá na hipótese de quebra de uma das declarações concedidas. Ainda na lição de Sequerra:

> A cláusula de declarações e garantias, sozinha, é apenas um conjunto de enunciados. É a cláusula de indenização que lhe traz vida e eficácia. [...] Em regra, o contrato de compra e venda costuma prever que, se qualquer afirmação do vendedor mostrar-se falsa, o comprador poderá (i) liberar-se de concluir o negócio [...]; (ii) solicitar ajuste de preço [...]; ou, na maioria dos casos, (iii) pleitear indenização [...] A quebra de uma declaração implicará no acionamento direto da cláusula de indenização. (2020, p. 255)

Ocorre que estes dispositivos contratuais serão redigidos até o momento do *signing*, sendo certo que seria impossível prever todos os eventuais fatos supervenientes que poderiam vir a alterar o equilíbrio entre preço e risco na operação. Em outros termos:

> Como bem nota Huber, a lista de garantias é o "espelho" de um processo de due diligence, ou, pelo menos, do que foi "perguntado" ao vendedor. Ora, parece evidente que o vendedor apenas pode disponibilizar ao comprador a informação que detém até a um momento anterior ao do signing, ficando o comprador, na ausência de uma MAC, desprotegido quanto às possíveis alterações posteriores à celebração do contrato (SÁ, 2012, p. 429).

A Cláusula MAC, seguindo esta lógica, serve como uma espécie de suprimento com relação às cláusulas de declarações e garantias[6], alocando os riscos que poderão surgir pós-*signing* e que, portanto, não são passíveis de inclusão expressa, provendo proteção à parte compradora nas insuficiências das demais cláusulas.

[6] Sá, Fernando Oliveira e. (2012). Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em contratos de compra e venda de empresas. Direito E Justiça, (Especial), 427-444.

O conceito de *material adverse change* surgiu no direito anglo-saxão[7] e passou por uma evolução ao longo do tempo. Ilustradamente, era comum que se incluísse na definição de efeito material adverso a ocorrência de desastres naturais e atos de terrorismo, permitindo ao comprador que desistisse da aquisição nessas hipóteses. Levando em consideração as atuais circunstâncias geopolíticas do mundo, tais eventos não são mais incomuns e não constituem razão legítima, por si só, para que o comprador se desobrigue do que acordou (STEFANOWSKI, 2018).

Robert T. Miller divide este conceito em três usuais acepções presentes nos contratos de F&A, quais sejam: (i) a definição de efeito material adverso (*MAC Definition*); (ii) o efeito material adverso como declaração (*MAC Representation*); e (iii) o efeito material adverso como condição para o fechamento (*MAC Closing Condition*) (STEFANOWSKI, 2018).

A *MAC Definition* consiste na descrição adotada no contrato para identificar o que configuraria um efeito material adverso. Essa definição pode apresentar um escopo mais amplo ou pode incorporar exclusões (*carve-outs*) que restringem o universo das situações que poderiam ensejar a invocação da Cláusula MAC.

Assim como o conceito genérico, os *carve-outs* também evoluíram no decorrer do tempo. No ano de 2019, por exemplo, houve um crescimento, nos Estados Unidos, da exclusão de "atos de guerra e graves hostilidades" ("*acts of war or major hostilities*") da definição de efeito material adverso[8].

No que diz respeito à *MAC Representation*, esta compreende a inclusão do efeito material adverso nas declarações e garantias prestadas pela empresa *target*, que afirmará nesta cláusula não ter sofrido nenhum efeito material adverso entre a data-base das demonstrações financeiras e documentação apresentadas até a data do *signing*. É bastante comum que a parte compradora exija a reafirmação de que declarações e garantias prestadas no *signing* são

---

[7] Uma análise do Conceito de Material Adverse Change em Tempos de Pandemia (Helena Guimarães e Ana Luisa Fucci), in SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (organizadoras). Fusões e Aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar. 1ª ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020.

[8] Recomenda-se a leitura do artigo disponível em: https://www.nixonpeabody.com/-/media/Files/PDF-Others/mac-survey-2019-nixon-peabody.ashx?la=en

verdadeiras na data do *closing*, sendo certo que a parte vendedora deverá declarar, dentre outras garantias, que não sofreu um efeito material adverso durante este lapso temporal.

Por fim, a *MAC Closing Condition*, acepção mais relevante para o presente trabalho, como se depreende do próprio nome, abrange a função da Cláusula MAC de permitir ao comprador que se exima da obrigação pactuada e não performe os atos de fechamento da operação nas hipóteses em que se verifique um efeito material adverso entre o *signing* e o *closing*. Na lição de Robert T. Miller: "por determinar se uma parte terá a obrigação ou não de fechar a operação, é, de fato, a MAC Condition que altera os riscos do negócio entre as partes" (MILLER, 2009, p. 2042) (tradução livre).

2.3.A NATUREZA DA CLÁUSULA MAC

Em atenção ao escopo central do presente trabalho, importa apontar a classificação dos instrumentos de compra e venda de participação societária como de execução diferida. Nos instrumentos mais complexos, conforme já explanado acima, ocorre justamente um lapso temporal entre o momento em que as partes contraem a obrigação e o momento em que há a transferência efetiva do objeto do contrato, qual seja dos títulos que atribuem direito de participação em sociedade.

Sendo assim, não há simultaneidade entre o momento de celebração do contrato e a satisfação da prestação, que se dá em um único ato – e, portanto, não cabe a definição de execução continuada –, isto é, aquele em que é efetivamente pago o preço e transferida a propriedade das ações/quotas.

Diante desta necessidade de um período para satisfação – ou não – das condições precedentes estabelecidas para o fechamento definitivo da operação, os contratos de fusões e aquisições são, essencialmente, negócios jurídicos de execução diferida.

Caberia, em vista disso, a aplicação da teoria da onerosidade excessiva nessa espécie de contrato, desde que observados os requisitos mínimos para sua caracterização, qual seja a ocorrência de fato superveniente, imprevisível e extraordinário, capaz de imputar extrema dificuldade a uma das partes para o cumprimento da obrigação contraída.

Isto posto, entende-se que, na hipótese da ocorrência de evento imprevisível e extraordinário no período entre o *signing* e *closing* das operações de F&A, em que se torne extremamente onerosa a efetiva implementação da aquisição, o comprador poderia invocar a teoria da onerosidade para ocasionar a resolução do contrato, funcionando justamente como um *way out*.

Ocorre que, para que o contrato seja de fato resolvido, será necessária decisão judicial que reconheça a onerosidade excessiva, sendo certo que o agente interessado terá a obrigação de comprovar cabalmente a imprevisibilidade e extraordinariedade do fato superveniente, além de demonstrar a extrema dificuldade que teria para satisfazer sua obrigação. A esse respeito, versa Orlando Gomes (2009, p. 218):

> Necessária a decretação judicial, ocorrendo, por conseguinte, mediante sentença judicial. Explica-se a exigência. Não pode ficar ao arbítrio do interessado na resolução a extinção de suas obrigações, sob o fundamento de que se tornou extremamente dificil cumpri-las. Se lhe fora concedido esse poder, far-se-ia tábula rasa de princípio da força obrigatória dos contratos. A intervenção judicial é imprescindível. É o juiz quem decide se há onerosidade excessiva.

O "efeito material adverso", por sua vez, pode prever circunstâncias que não são inteiramente imprevisíveis ou tornem extremamente onerosa a aquisição, mas apenas que tragam alterações significativas, que, por acordo das partes, possibilitariam à compradora a desistência. A não ocorrência de um efeito material adverso no período entre *signing* e *closing* se torna condição precedente para o efetivo fechamento da operação.

A Cláusula MAC se caracteriza como um dispositivo negocial de distribuição de riscos (SÁ, 2012). A depender da definição do que caracterizaria um efeito material adverso, os riscos serão alocados em maior proporção para a parte compradora ou para a parte vendedora.

A título exemplificativo, um contrato que define um "efeito material adverso" como qualquer fato ou evento que impacte negativamente os negócios da empresa *target*, sem qualquer limitação ou exceção, aloca os riscos de qualquer alteração material superveniente que possa ocorrer, independentemente das circunstâncias e de dolo ou culpa, exclusivamente na parte vendedora.

Por outro lado, nos contratos em que estejam excetuados dessa definição efeitos decorrentes de mudanças nas condições econômicas gerais do país, por exemplo, parte da oneração estará alocada na compradora, que não poderá optar por não executar os atos de fechamento da operação nestas hipóteses, ainda que a vendedora seja impactada materialmente pelas referidas mudanças.

A intenção desta alocação de riscos é proteger o equilíbrio contratual e, principalmente, não onerar excessivamente o comprador, tendo em vista que o preço e as demais condições do contrato foram estipuladas com base na situação da vendedora no momento da celebração do contrato e na diligência realizada previamente, ficando o comprador sujeito às eventuais alterações posteriores ao *signing*. A este respeito, Natalie Sequerra dispõe:

> O desafio está em chegar ao equilíbrio entre preço e risco – elementos presentes em qualquer operação de compra e venda. Um e outro posicionam-se em lados opostos da equação, em uma espécie de gangorra. [...] A negociação de contratos de M&A traz, para ambas as partes, o exercício de chegar ao ponto de neutralidade da gangorra – preço e riscos aceitáveis. (2020, p. 255)

Por fim, cumpre mencionar que, ainda que não haja previsão expressa na legislação pátria de um instituto que corresponda ao conceito de *material adverse change*, tornou-se usual a sua implementação nos contratos de F&A no Brasil, mesmo naqueles que não envolvam partes estrangeiras (GUIMARÃES; FUCCI, 2020).

A adoção deste dispositivo contratual pode ser fundamentada no princípio da autonomia privada acima delineado, sendo certo que se trata de cláusula negocial que não encontra impedimento expresso no ordenamento, devendo, todavia, ser pautada pelo princípio da boa-fé objetiva.

CAPÍTULO III – APLICAÇÃO DA CLÁUSULA MAC: ASPECTOS PRÁTICOS

A combinação entre *due diligence* e cláusulas de distribuição de risco parece perfeita para proteger a parte compradora dos riscos inerentes às transações de F&A. Todavia, além de não ser tarefa fácil alcançar estes dois requisitos de forma satisfatória, outros fatores estão envolvidos na equação que resulta no sucesso destas operações.

Serão delineadas abaixo duas operações em que a Cláusula MAC foi objeto de discussão ou litígio entre as partes envolvidas, ilustrando os problemas que podem surgir a partir da sua invocação ou não, bem como versando sobre o entendimento da norte-americana Corte de Delaware sobre o assunto.

Neste ponto, vale ressaltar que a mencionada corte é referência mundial consolidada nos julgamentos que tratam de relações negociais[9] e conta com tribunais altamente especializados em matéria societária – especialmente o renomado Tribunal de Chancelaria. Grande parte das companhias abertas norte-americanas são constituídas sob as leis de Delaware – incluindo mais da metade das empresas que compõem a lista da *Fortune 500* (DELAWARE, 2007) – tendo em vista sua legislação atual e jurisprudência desenvolvida no que tange às questões societárias.

Em um segundo momento, serão analisados alguns exemplos de *MAC Definitions* e seus desdobramentos na prática, buscando pontuar suas adequações e promover um melhor entendimento de como deverá ser conduzida a negociação desse mecanismo durante a elaboração dos contratos que instrumentalizam as F&A.

---

[9] Recomenda-se a leitura de breve histórico explicativo acerca da adoção da Lei de Delaware na esfera corporativa do Direito, disponível em: https://corplaw.delaware.gov/por/why_delaware/

3.1. BANK OF AMERICA E MERRILL LYNCH

Durante a crise financeira que assolou o mundo em 2008, um dos eventos emblemáticos foi a aquisição do banco de investimento Merril Lynch pelo Bank of America (BofA), banco de varejo consolidado no mercado financeiro dos Estados Unidos.

O prestígio dos bancos de investimento de Wall Street já era objetivo do BofA antes da operação supramencionada, que representou uma oportunidade estratégica para que este adquirisse uma instituição de escala significante que, apesar de estar enfrentando problemas, fazia parte de uma elite seleta no setor.

A crise que se instalou entre 2007 e 2008 no mercado imobiliário norte-americano foi impulsionada pela concessão em grande escala de empréstimos hipotecários de alto risco (*subprime mortgage loans*) pelas instituições financeiras, incluindo o *target* da operação em tela, Merrill Lynch.

Neste cenário conturbado, depois da aquisição do Bear Stearns – também em crise – pelo JP Morgan a um preço muito abaixo do valor de mercado das ações do banco, da concessão de empréstimos de emergência pelo governo americano ao American International Group e na iminência da decretação de falência do Lehman Brothers, se iniciaram as negociações para aquisição do Merril pelo BofA.

Em apenas dois dias foram ajustados pelas partes os termos da operação, na qual restou acordado um preço de aproximadamente US$ 50 bilhões para a aquisição. Para uma transação desta magnitude e complexidade, parece impossível que a diligência legal tenha sido realizada de maneira satisfatória e que as negociações tenham sido devidamente conduzidas visando os melhores interesses dos acionistas de cada uma das partes em 48 horas.

O instrumento principal da transação contou com a previsão de uma Cláusula MAC, que foi redigida nos seguintes termos:

Ausência de Determinadas Mudanças ou Eventos. (a) Desde 27 de junho de 2008, **nenhum evento ou eventos ocorreram que vieram a causar ou que fosse razoavelmente esperado que viessem a causar, tanto individualmente como de forma agregada, um Efeito de Material Adverso na Companhia**. Como usado neste Contrato, o termo "Efeito de Material Adverso" significa, em relação a Controladora ou Companhia, conforme o caso, um efeito de material adverso na (i) **condição financeira, resultados das operações ou negócios** de tal parte e suas Subsidiárias, como um todo, considerado, todavia, que no que se refere à cláusula (i), um "Efeito Material Adverso" não deverá incluir os efeitos que resultem diretamente de (A) mudanças, depois da presente data, na **GAAP ou requerimentos contábeis regulatórios aplicáveis** de forma geral às empresas que atuam na mesma indústria na qual tal parte e suas Subsidiárias operam, (B) mudanças, depois da presente data, nas **leis, regras, regulamentações** ou interpretação das leis, regras ou regulamentações por Autoridades Governamentais de aplicabilidade geral às empresas que atuam na mesma indústria na qual tal parte e suas Subsidiárias operam, (C) ações os omissões praticadas com **consentimento prévio por escrito da outra parte ou expressamente previstos por este Contrato**, (D) mudanças nas **condições políticas globais**, nacionais ou regionais (incluindo atos de terrorismo ou guerra) ou nas **condições gerais de negócio, economia ou mercado**, incluindo mudanças de forma geral em taxas de juros, taxas de câmbio, mercado de crédito, níveis de preços ou volumes de negociação nos Estados Unidos ou qualquer mercado de valores mobiliários estrangeiro, em cada caso que a**fete de modo geral as indústrias nas quais tal parte ou suas Subsidiárias operam** e incluindo mudanças em qualquer marcador de ativos aplicados corrigidos previamente em decorrência destas mudanças, (F) falhas em alcançar projeções de ganho, mas não incluindo quaisquer causas subjacentes, ou, (G) mudanças no preço de negociação de ações ordinárias da parte, mas não incluindo quaisquer causas subjacentes, exceto, no que se diz respeito às cláusulas (A), (B) e (D), na medida que os efeitos de tais mudanças sejam desproporcionalmente adversos à condição financeira, resultados de operações ou negócios de tal parte ou suas Subsidiárias, como um todo, quando **comparadas a outras empresas na indústria na qual tal parte e suas Subsidiárias operam** ou (ii) a habilidade de tal parte de cumprir tempestivamente as transações comtempladas neste Contrato.

(b) Desde 27 de junho de 2008, incluindo a data do presente Contrato, a Companhia e suas Subsidiárias conduziram as atividades dos seus respectivos negócios, em todos os aspectos materiais, no **curso normal de negócios** consistente com suas práticas passadas.

(c) Desde 27 de junho de 2008, incluindo a data do presente Contrato, nem a Companhia nem nenhuma de suas Subsidiárias (i) exceto por (A) aumentos normais de pagamentos a empregados ([...]) feitos no curso normal dos negócios consistente com as suas práticas passadas ou (B) a requerimento da legislação aplicável ou por obrigações contratuais existentes na presente data, aumentou as remunerações, salários, compensações, pensões ou qualquer outro benefício adicional ou regalia pagável a qualquer Executivo ou outro empregado ou diretor em comparação com os valores em efeito em 27 de junho de 2008, garantido qualquer pagamento de rescisão [...], ou pagamento de qualquer bônus em dinheiro em **valor superior a US$ 1.000.000,00**, ressalvados os bônus de final de ano costumeiros em montantes consistentes com as práticas passadas e incentivos mensais pagos a assessores financeiros dentro dos programas em vigor na Companhia, (ii) concedeu quaisquer opções de compra de Ações Ordinárias da Companhia, quaisquer restrições de Ações Ordinárias da Companhia ou quaisquer direitos de compra de ações do capital social da Companhia, a nenhum Executico ou outro empregado ou diretor além das concessões a empregados (que não os Executivos) feitas no curso normal dos negócios consistente com as práticas passadas dentro do Plano de Stock Option da Companhia ou concessões relacionadas às Ações Ordinárias da Companhia com **valor agregado menor do que US$ 1 milhão** para nenhum indivíduo, (iii) implementou mudanças em qualquer método de contabilidade, princípios ou práticas da Companhia e de suas Subsidiárias afetando seus ativos, passivos ou negócios, incluindo qualquer método, prática ou política residual ou de renovação, (iv) sofreu qualquer greve, paralisação

> de trabalho, diminuição ou qualquer outra alteração de cunho trabalhista, [...] (STEFANOWSKI, 2018, p. 171) (tradução livre) (grifado)

A partir da leitura da cláusula, depreende-se que foi utilizada uma definição ampla do que seria um efeito material adverso, limitada por uma série de *carve-outs*, a exemplo de eventos decorrentes de alterações na legislação, atos de guerra e atos realizados com expresso consentimento da outra parte.

Sendo assim, caso ocorresse, por exemplo, uma modificação relevante e imprevista na legislação ou regulação norte-americana aplicável ao Merrill Lynch entre o *signing* e o *closing*, alterando as circunstâncias da sua atuação, o BofA não poderia acionar a Cláusula MAC para se eximir dos atos de fechamento, sendo obrigado a os performar.

Além disso, foi utilizado outro mecanismo denominado *carve-in* ou *benchmark*, que consiste na delimitação de valores que classificariam a gravidade dos eventos ocorridos, como no trecho que autoriza concessões relacionadas às ações ordinárias da Companhia, desde que compreendidas (de forma agregada) no montante de US$ 1 milhão. Dessa forma, caso o Merril Lynch concedesse opções de compra de ações ordinárias da companhia em valor superior a este limite, restaria configurado o efeito material adverso, facilitando a compreensão da materialidade do evento.

Foram implementadas ainda expressões muito comuns na Cláusula MAC, como “curso normal dos negócios” e “razoavelmente esperado”, que podem ser também objeto de controvérsia quanto à sua interpretação.

Assinado em 15 de setembro de 2008, o contrato fixou a data para o *closing* da operação em 31 de dezembro de 2008. Na mesma data do signing, o Lehman Brothers anunciou sua falência, conturbando ainda mais um mercado que já se encontrava em estado delicado.

No período que se seguiu, a crise se agravou e o mercado de ações refletia o *crash* da bolha do mercado imobiliário, a recessão global vivenciada na época e um cenário de crescente

desemprego. Nas palavras de Ben Bernanke (2009), estudioso da Grande Recessão: "os choques financeiros que a economia global sofreu em setembro e outubro foram os piores desde 1930 e ajudaram a empurrar a economia global para sua pior recessão desde a Segunda Guerra Mundial"[10] (tradução livre).

Entre novembro e dezembro de 2008, depois de assinado o SPA, tanto Merrill, quanto BofA reportaram perdas e constataram o estado volátil em que se encontrava o mercado.

Todavia, depois da aprovação da operação pelos acionistas de ambas as partes, em 5 de dezembro, Ken Lewis, CEO do BofA, tomou conhecimento de que o Merrill acumulava enormes perdas em decorrência do seu investimento em ativos tóxicos (estimadas em US$ 12 bilhões[11]) e alertou a diretoria do BofA, trazendo à tona debate acerca do possível exercício da Cláusula MAC.

Após discussões, o *board* do BofA decidiu por não invocar a Cláusula MAC, não renegociar a operação e não informar aos seus acionistas acerca das perdas suntuosas do Merril que estavam prestes a ser reportadas, o que resultou no fechamento da aquisição conforme havia sido redigida no fim de semana do dia 12 de setembro de 2008.

Neste panorama, surgem alguns questionamentos interessantes. Por que Ken Lewis procedeu com a aquisição bilionária de uma instituição complexa em apenas dois dias de negociação? Na mesma lógica, por que o executivo não invocou a Cláusula MAC e pleiteou pela liberação do BofA do cumprimento das obrigações acordadas, tendo em vista as alterações evidentemente materiais que transcorreram até a data do fechamento? Por que a diretoria do BofA não informou aos acionistas acerca das perdas do Merrill? Quais fatores influenciaram estas decisões?

---

[10] Extraído da transcrição de um discurso no *Semiannual Monetary Policy Report to the Congress Before the H. Comm. Financial Services*, 111th Congress, ocorrido em 21 de junho de 2009.

[11] Informação retirada de estudo de caso sobre essa operação de F&A, o qual se recomenda a leitura: *Case Study of the Merger Between Bank of America and Merrill Lynch*, Robert J. Rhee. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1579397

Em decorrência destas controvérsias, Lewis foi chamado para depor perante o Procurador Geral de Nova Iorque, ocasião na qual testemunhou que o Governo Federal teve papel coercitivo na operação, sendo certo que expressamente desaprovou sua terminação ou renegociação. Nas palavras de Rhee:

> O Sistema de Reserva Federal dos EUA acreditava que se a operação caísse por terra, o Merril não teria sobrevivido como uma firma independente e teria colapsado como o Bear Stearns e o Lehman Brothers. Temia que o colapso do Merril teria continuado um efeito dominó que atingiria outras instituições financeiras importantes sistemicamente. [...] Paulson, Secretário do Tesouro dos EUA, ameaçou que, caso o BofA desistisse do negócio com Merrill, o governo "poderia" ou "iria" demitir a administração e o *board* do banco. [...] Se não fosse por tal ameaça, Lewis queria ter invocado a Clásula MAC, mas sentiu que não tinha escolha. Ele pensou que "estava no melhor interesse de todos prosseguir como havia sido instruído" porque "se [o governo] tinha uma opinião tão forte a esse respeito, então seria uma consideração relevante que deveriam levar em conta". No que tange aos acionistas, o interesse destes não poderia ser isolado dos riscos sistêmicos; o melhor interesse do país estava entrelaçado com o dos acionistas. (RHEE, 2010, p. 9) (tradução livre)

Em vista disso, entende-se que as decisões (i) de assinar o contrato de aquisição tão apressadamente e (ii) acerca do exercício da Cláusula MAC pelo BofA, não foram baseadas puramente em fatores numéricos e científicos para alcançar o melhor interesse dos acionistas do banco. Fatores externos, quais sejam a pressão governamental diretamente exercida sobre os executivos e o possível impacto da desistência/renegociação da operação sobre a economia global, afetaram diretamente o desenrolar do negócio.

O CEO Ken Lewis foi pressionado para adquirir o Merrill em tão curto tempo por medo do governo americano acerca das condições em que se encontraria o mercado financeiro caso o BofA não "salvasse" o banco do colapso, especialmente tendo em vista a iminente falência do Lehman Brothers. Posteriormente, os executivos do BofA foram novamente sujeitados às influências governamentais, que culminaram no fechamento da operação nos mesmos termos acordados previamente, ainda que as circunstâncias tenham sido significativamente alteradas.

Esta transação evidencia as implicações que podem resultar de operações de F&A para além das partes envolvidas. A mínima estabilidade que restava na economia em crise da época estava em jogo neste caso, tornando as estratégias de negociação muito mais delicadas. Em 2009, Lewis afirmou:

> Estamos tão entrelaçados com os Estados Unidos que é difícil separar o que seria bom para os Estados Unidos do que seria bom para o Bank of America. As coisas poderiam piorar muito para a América e para nós e estes dois são quase como um só. (KIRK, 2009) (tradução livre)

Até que ponto seria válido para os acionistas do BofA que a transação fosse desfeita e resultasse em uma cadeia sistemática que afetaria uma multiplicidade de instituições basilares da economia norte-americana e mundial? Nenhuma firma é tão poderosa e capaz que consiga sobreviver ilesa a um colapso sistemático do sistema financeiro em que está inserida.

Além disso, a aquisição do Merril pelo BofA ilustra as razões não-científicas – para além da análise da situação financeira, contábil e legal da empresa *target* – que estão inseridas no universo das F&A. As decisões destas operações são tomadas por pessoas passíveis de influência, erro e egoísmo, fator que contribui consideravelmente para o seu insucesso. A este respeito, Stefanowski versa:

> Se a decisão fosse puramente baseada em números, seria difícil de acreditar que Ken Lewis e a diretoria do BofA teriam concordado em gastar US$ 50 bilhões para comprar o Merrill Lynch entre sexta à tarde e segunda de manhã. Como seria possível que o BofA fosse capaz de analisar uma organização de 288 mil empregados, 57 milhões de clientes e operação em 41 países entre o fechamento do pregão de sexta-feira até a sua abertura na segunda-feira seguinte? Ainda assim, aconteceu. (STEFANOWSKI, 2018, p. 11). (tradução livre)

É possível compreender, exposto este episódio, porque a combinação entre diligência legal e Cláusula MAC nem sempre funciona como pretendido, ressaltando a importância da realização de uma auditoria que seja empenhada com atenção, em um decurso temporal razoável que permita uma investigação satisfatória das condições e projeções da empresa *target*.

Cabe pontuar ainda que houve controvérsia acerca da possibilidade ou não da invocação da Cláusula MAC neste caso. Enquanto os advogados do Sistema de Reserva Legal dos Estados Unidos entendiam que o BofA não tinha base legal sólida para se desobrigar do negócio[12],

---

[12] *Case Study of the Merger Between Bank of America and Merrill Lynch*, Robert J. Rhee. P. 10. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1579397

muitos doutrinadores entenderam que seria viável o exercício da Cláusula MAC, tendo em vista (i) as perdas sucessivas reportadas pelo Merrill Lynch e (ii) a não revelação dos valores antecipados das referidas perdas pela administração aos acionistas do BofA previamente à aprovação final da operação (STEFANOWSKI, 2018).

3.2. AKORN INC V. FRESENIUS KABI

Em 24 de abril de 2017, a fabricante norte-americana de medicamentos genéricos Akorn, Inc. e a farmacêutica alemã Frenesius Kabi AG celebraram contrato de compra e venda de participação societária que instrumentalizou a compra da Akorn pela Frenesius.

Após uma queda significativa dos resultados financeiros da Akorn nos meses posteriores ao *signing* – representadas por quedas de 29%, 29%, 34% e 27% na receita dos quatro trimestres seguintes[13] –, a empresa compradora invocou a Cláusula MAC prevista no contrato e pleiteou perante a Corte de Delaware sua liberação das obrigações assumidas no âmbito da operação, com base na ocorrência de alteração superveniente, material e adversa nas condições da empresa *target*.

A Frenesius baseou seus argumentos, essencialmente: (i) no desempenho financeiro em declínio da empresa; (ii) no descumprimento, pela Akorn, de requisitos regulatórios estabelecidos pela *U.S. Food and Drug Administration* (FDA); e (iii) no fato de que a Akorn não tomou as medidas razoáveis para sanear as suas deficiências regulatórias (GUIMARÃES; FUCCI, 2020)

A definição de efeito material adverso, neste caso, foi delimitada pela seguinte redação:

> "Efeito Material Adverso" significa qualquer efeito, alteração, evento ou ocorrência que, individualmente ou de forma agregada (i) evitaria ou atrasaria materialmente, interferiria, prejudicaria ou **impediria a consumação da [Fusão] ou o cumprimento das obrigações da Companhia** no âmbito deste Contrato ou (ii) tenha um **efeito material adverso nos negócios, resultados das operações ou situação financeira**

[13] Ver *Akorn, Inc. v. Frenesius Kabi AG, C.A. No. 2018–0300–JTL*, p. 135.

> **da Companhia** e suas Subsidiárias, como um todo; considerado, todavia, que **nenhum dos seguintes**, bem como nenhum efeito, alteração, evento ou ocorrência que surja ou resulte dos seguintes, **deverá constituir ou ser levado em consideração** na determinação de ocorrência ou expectativa razoável de ocorrência ou não um Efeito Material Adverso: qualquer efeito, alteração, evento ou ocorrência (A) que **afete de forma geral** (1) a indústria na qual a Companhia e suas Subsidiárias operam ou (2) a economia, crédito ou mercados financeiro e de capital, nos Estados Unidos ou em qualquer outra localidade no mundo, incluindo alterações nas taxas de juros ou câmbio, políticas monetárias ou inflação, ou (B) no que decorrer ou resultar diretamente ou for atribuível a (1) **mudanças ou expectativa de mudanças na Lei** ou no GAAP ou em padrões de contabilidade, ou quaisquer mudanças ou expectativa de mudanças na interpretação ou aplicação destes, ou quaisquer mudanças ou expectativa de mudança de forma geral nas condições legais, regulatórias, políticas ou sociais, (2) a negociação, execução, anúncio ou performance deste Contrato ou a consumação da [Fusão] (que não pelos própositos de qualquer declaração ou garantia especificada na Cláusula 3.03(c) and 3.04), incluindo o impacto destas nas relações, contratuais ou não, com consumidores, fornecedores, distribuidores, sócios, empregados ou agentes reguladores, ou quaisquer litígios decorrentes de alegações de quebra de dever fiduciário ou violação da Lei no que se refere a este Contrato ou à [Fusão], (3) **atos de guerra (quer declarada ou não), atividade militar, sabotagem, desobediência civil ou terrorismo**, ou qualquer agravamento ou piora de tais atos de guerra (quer declarada ou não), atividade militar, sabotagem, desobediência civil ou terrorismo, (4) **pandemias**, **terremotos, enchentes, vulcões, tornados ou outros desastres naturais, eventos climáticos, eventos de força maior ou outros eventos comparáveis**, (5) qualquer ação praticada pela Companhia ou por suas Subsidiárias em **cumprimento a este Contrato** ou por solicitação escrita da [Fresenius Kabi]; (6) qualquer mudança ou expectativa de mudança na classificação de crédito da Sociedade, (7) qualquer declínio no valor de mercado ou alteração no volume de negociação das ações da Companhia ou (8) qualquer insucesso em atingir qualquer projeções internas ou públicas, previsões, guias, estimativas, metas, orçamentos ou predições financeiras ou operacionais, internas ou publicadas, quanto à receita, ganhos ou fluxo de caixa (sendo certo que as exceções previstas nos itens (6), (7) e (8) **não deverão impedir ou afetar uma determinação de que a causa de quaisquer das referidas mudanças, declínios ou insucessos** (se não contemplados em quaisquer das exceções previstas nos itens (A) e (B)(1)-(B)(8)) **seja um Efeito Material Adverso**; sendo certo, todavia, que qualquer efeito, alteração, evento ou ocorrência referidos no item (A) ou (B)(3) ou (4) deverá ser levado em consideração na determinação da ocorrência ou expectativa razoável de ocorrência ou não de um Efeito Material Adverso ao passo que tal efeito, alteração, evento ou ocorrência resulte em um **efeito adverso desproporcional para a Companhia** e suas Subsidiárias, como um todo, quando comparado aos demais participantes da indústria na qual a Companhia e suas Subsidiárias operam (hipótese em que o impacto ou impactos gradualmente desproporcionais poderão ser levados em consideração para determinação da ocorrência ou na expectativa razoável de ocorrência de um Efeito Material Adverso)[14]. (tradução livre) (grifado)

Como se depreende da transcrição acima, a definição de efeito material adverso entabulada pelas partes envolvidas na operação foi bastante robusta, sendo certo que detalha a definição geral do que seria entendido como um efeito material adverso (itens (i) e (ii)) e prevê exceções (itens (A) e (B)) – ou *carve-outs* – que delimitam as possibilidades de configuração do efeito.

[14] Ver *Akorn, Inc. v. Frenesius Kabi AG, Civil Action No. 2018–0300–JTL*, p. 124.

Neste sentido, a Frenesius poderia invocar a Cláusula MAC, em linhas gerais, nas hipóteses em que algum evento (i) interferisse na consumação/cumprimento das obrigações do SPA ou (ii) implicasse em um efeito material adverso nos resultados, receitas ou operações da Akorn, considerados os *carve-outs* de afetação geral da indústria da Akorn, atos de guerra, mudanças na legislação, desastres naturais, dentre outros, conforme disposto acima.

Além disso, a Akorn forneceu declarações e garantias extensivas, incluindo acerca do cumprimento das regulações impostas pela FDA – "compliance com [...] todas as leis aplicáveis [...] relacionadas a ou promulgadas pela FDA"[15] (tradução livre), dentre outras –, sendo certo que a Fresenius tinha o direito de terminar o contrato caso qualquer declaração ou garantia fornecida pela Akorn não fosse verdadeira e precisa no momento do *signing* e do *closing*.

Importante indicar inicialmente que a Corte adotou entendimento apresentado em julgados anteriores no que se refere ao conceito de materialidade, no sentido de que só seria entendida como material uma mudança adversa nos casos em que ameaçasse substancialmente o potencial de ganhos gerais de maneira significativa e por um decurso de tempo considerável[16].

No caso em tela, as quedas consecutivas na receita da Akorn já haviam perdurado por quatro trimestres, conforme supramencionado, contrastando fortemente com o crescimento consistente da empresa no período anterior à celebração do SPA e resultando em uma redução considerável da avaliação do preço das ações da Akorn pelos analistas financeiros (de US$ 32 para um *range* de US$ 5 a US$ 12) (GUIMARÃES; FUCCI, 2020), o que configura um cenário de perdas relevantes por um período prolongado.

Isto posto, o conceito de efeito material adverso foi analisado pela Corte de Delaware tanto na acepção de *MAC Representation*, quanto de *MAC Closing Condition*, conforme definidas no capítulo anterior. Sendo assim, a Frenesius poderia não performar os atos de fechamento caso ocorresse algum efeito material adverso no período entre *signing* e *closing* ou caso as declarações e garantias prestadas pela Akorn no que tange aos aspectos regulatórios

[15] Ver *Akorn, Inc. v. Frenesius Kabi AG, Civil Action No. 2018–0300–JTL*, p. 45.
[16] Ver *IBP Inc. v. Tyson Foods INC, 789 A.2d 14 (Del. Ch. 2001)*.

fossem imprecisas de forma que pudesse ser razoavelmente esperado que resultariam em um efeito material adverso.

No que se refere a *MAC Closing Condition*, se utilizando da definição acima transcrita, o SPA celebrado entre Akorn e Frenesius determinava que:

> Nenhum Efeito Material Adverso. A partir da data deste Contrato não deverá ocorrer ou se manter nenhum efeito, alteração, evento ou ocorrência que, individualmente ou de forma agregada, tenha causado ou seria razoavelmente esperado que pudesse causar um Efeito Material Adverso. (2018, p. 164)

A este respeito, a Corte constatou que nenhum dos *carve-outs* previstos no contrato (itens (A) e (B)) restou configurado, sendo certo que não houve nenhum desastre natural, alteração na legislação ou atos de guerra ocorridos no período, por exemplo. Ademais, restou comprovado que o declínio na receita e lucro operacional da Akorn não resultou de uma crise na indústria farmacêutica, mas tratou-se de uma circunstância isolada que afetou diretamente a empresa *target* (*stand-alone MAC* (GUIMARÃES; FUCCI, 2020)).

No que tange à *MAC Representation*, a Corte de Delaware analisou as declarações e garantias prestadas pela Akorn para verificar se eram imprecisas na data em que ocorreria o fechamento e se o grau de imprevisão, caso verificada, seria substancial a ponto de razoavelmente ser esperado que causaria um efeito material adverso (GUIMARÃES; FUCCI, 2020).

Em primeiro lugar, quanto ao aspecto qualitativo, restou comprovada a imprecisão das declarações prestadas pela Akorn que, apesar de ter fornecido garantias nesse sentido, não observava a integralidade das regulações da FDA, sendo certo que apresentava problemas de integridade de dados e conformidade com os padrões estabelecidos pelo órgão[17]. Tais desconformidades já existiam no momento do *signing* e se agravaram nos meses seguintes, culminando na notificação da Frenesius de que terminaria o contrato.

---

[17] Ver *Akorn, Inc. v. Frenesius Kabi AG, Civil Action No. 2018–0300–JTL*, p. 164.

Comprovada a imprecisão, quanto ao seu aspecto quantitativo, a Akorn apresentou uma estimativa de despesas totais e diretas no valor de US$ 44 milhões, enquanto a Frenesius avaliou os gastos diretos em US$ 254 milhões e os indiretos em US$ 1,6 bilhão em decorrência dos problemas regulatórios da Akorn e consequente suspensão dos produtos no mercado enquanto estes fossem verificados[18].

A Corte de Delaware decidiu, por fim, com base na comprovação dos descumprimentos regulatórios perante a FDA e da imprecisão nas declarações e garantias fornecidas pela Akorn, que restou configurado o efeito material adverso, em observância aos critérios acordados pelas partes e ao conceito de materialidade adotado. A respeito do julgamento, versam Fucci e Guimarães:

> A decisão em Akorn v. Frenesius se tornou objeto de estudos e artigos por seu ineditismo e deu novo fôlego às demandas judiciais para invocar a ocorrência de MAC e permitir a desistência do negócio. Seu impacto, contudo, pode ser sentido, de forma mais significativa, nas mesas de negociação, uma vez que melhorou a posição de compradores que pretendem discutir as bases do contrato entre assinatura e fechamento em decorrência de eventos adversos. (2020, p. 294)

Sendo assim, a primeira opinião da renomada Corte de Delaware reconhecendo a possibilidade de desistência, pelo comprador, do contrato de compra e venda de ações em decorrência de efeito material adverso fornece interessante esclarecimento acerca da construção e dos critérios objetivos que serão considerados para interpretação das Cláusulas MAC sob a ótica das leis de Delaware, bem como traz às negociações de F&A uma perspectiva diferenciada com relação à importância de tais cláusulas.

3.3. O EFEITO MATERIAL ADVERSO NAS F&A

Diante de todo o exposto, resta claro que a Cláusula MAC deve ser ponto de atenção nas mesas de negociação das operações de F&A. Em linhas gerais, os principais tópicos referentes a esta cláusula de alocação de risco são: (i) a realização de *due diligence*; (ii) a escolha

[18] Idem, p. 97

dos termos utilizados para sua definição; e (iii) os *carve-outs* e *carve-ins* ou *benchmarks* acordados.

A *due diligence*, inicialmente, deve ser realizada da maneira mais ampla viável, buscando delimitar os possíveis passivos ou contingências do *target* da operação e fornecendo os dados e informações necessários para a redação das cláusulas de distribuição de risco – especialmente as de indenização, declarações e garantias e a Cláusula MAC. Na aquisição do Merril Lynch pelo BofA acima exposta, a realização de uma diligência pobre em decorrência do pouco tempo de que dispunham foi prejudicial ao negócio e, caso realizada de forma satisfatória, poderia ter situado de maneira mais completa os acionistas e administradores do banco.

No que tange à definição do "Efeito Material Adverso" nos contratos, os advogados das partes envolvidas deverão evitar ao máximo a utilização de escopos ampliados e conceitos vagos, que abrem espaço para diversas interpretações e, consequentemente, para disputas ou litígios. No caso Akorn v. Frenesius, por exemplo, a Corte de Delaware utilizou um entendimento específico para o conceito de materialidade, sendo certo que poderia tê-lo interpretado de outra forma.

Quanto mais especificamente expressado o entendimento das partes envolvidas, menos frequentes serão as renegociações e disputas decorrentes do efeito material adverso. Neste sentido, os *carve-outs* e *carve-ins* são de grande relevância para a redação destes dispositivos e permitem uma alocação de risco mais precisa, e até mesmo justa, para ambas as empresas.

Sendo assim, as partes podem – e devem – negociar as exceções que entendem ser válidas, bem como balizar seu entendimento com base em valores, facilitando a compreensão do que pretendiam e tornando mais evidente a ocorrência ou não de um evento material adverso. Abaixo, transcritos dois exemplos de cláusulas que ilustram algumas possibilidades de maneira simples:

(i) "Efeito Material Adverso significa qualquer ato, fato, evento, acontecimento, circunstância, que acarrete, individual ou conjuntamente, ou, caso não se trate de um efeito já efetivamente incorrido, seja razoavelmente esperado que possa acarretar: (i) uma alteração ou um impacto adverso sobre a situação operacional, econômica, patrimonial ou financeira, bem como os negócios, resultados, ativos, bens ou direitos da Companhia e/ou de suas Controladas; ou (ii) a incapacidade das Partes e/ou dos Acionistas em cumprir com suas obrigações e compromissos previstos neste Contrato, desde que, em qualquer dos casos, **representada por um impacto negativo cujo valor seja comprovadamente igual ou superior ao equivalente a 20% (vinte por cento) do faturamento bruto anual e consolidado da Sociedade, aferido no último exercício**"; e

(ii) "Efeito Material Adverso significa qualquer ato, fato, evento, acontecimento, circunstância, que acarrete, individual ou conjuntamente, ou, caso não se trate de um efeito já efetivamente incorrido, seja razoavelmente esperado que possa acarretar: (i) uma alteração ou um impacto adverso sobre a situação operacional, econômica, patrimonial ou financeira, bem como os negócios, resultados, ativos, bens ou direitos da Sociedade e/ou de suas Controladas; ou (ii) a incapacidade das Partes e/ou dos Acionistas em cumprir com suas obrigações e compromissos previstos neste Contrato, desde que, em qualquer dos casos, **não decorra de (i) atos de guerra ou terrorismo; (ii) alterações que afetem de forma geral a indústria na qual a Companhia e suas Controladas estão inseridas; ou (iii) de mudanças na legislação aplicável**".

No item (i) acima, tem-se uma definição bastante geral dos eventos que acarretariam em efeito material adverso, seguida por um *benchmark* que determina um valor mínimo equivalente à 20% do faturamento bruto anual da empresa *target* para que reste efetivamente configurado. Dessa forma, caso ocorra um evento que resulte em um impacto negativo de valor inferior aos referidos 20%, estará claro que a parte compradora não terá o direito de renegociar os termos da transação ou de terminá-la.

Já na definição disposta no item (ii), o mesmo escopo amplo foi balizado por três *carve-outs*, que alocam na parte compradora os riscos de eventuais atos, fatos ou eventos supervenientes que venham a impactar negativamente a empresa *target*, caso decorram de atos

de guerra, alterações na legislação ou mudanças gerais das condições de mercado da indústria daquela empresa.

É fato que a redação destas cláusulas tem se tornado mais restrita e que o reconhecimento pelas cortes do direito do comprador de se eximir das obrigações pactuadas tem se tornado mais rigoroso, levando-se em consideração fatores políticos e regulatórios. Sendo assim, Stefanowski enfatiza:

> Isto aumenta a importância da realização da *due diligence* e da compreensão do que estão de fato adquirindo pelos compradores antes da assinatura do contrato. Se não é possível voltar atrás depois da assinatura, este período entre *signing* e *closing* se torna ainda mais crítico. Coloca CEOs como Ken Lewis em significativa exposição com relação à eventos posteriores ao signing que simplesmente não podem controlar, todavia estão legalmente ou moralmente obrigados a seguir em frente e completar a transação. (STEFANOWSKI, 2018, p. 17) (tradução livre)

Além disso, tendo em vista o contexto de pandemia do Covid-19, importa entender se os efeitos decorrentes da quarentena, paralizações e crise econômica vivenciados atualmente poderiam ser entendidos como materialmente adversos nas F&A.

Considerando que as proporções desta crise ainda não foram completamente determinadas e que seus efeitos ainda estão em curso, é importante, por ora, que as partes envolvidas nas operações de F&A compreendam que as cláusulas que permitem revisão ou resilição contratual são geralmente interpretadas de forma restritiva e que os requisitos para verificação de efeito material adverso são de difícil atendimento (GUIMARÃES; FUCCI, 2020).

No caso Akorn v. Frenesius acima analisado, por exemplo, as pandemias foram expressamente incluídas na definição de efeito material adverso como exceção, o que impediria a parte compradora de invocar a Cláusula MAC em decorrência deste evento.

CONCLUSÃO

De todo o exposto, nota-se, portanto, a relevância da Cláusula MAC em operações de fusões e aquisições, tanto no aspecto particular das partes envolvidas, quanto no âmbito dos seus efeitos para o contexto econômico e financeiro, sendo certo que as discussões acerca da aplicação ou não da Cláusula são capazes de influenciar o mercado como um todo, a depender das características da transação.

Nos termos delineados anteriormente, os instrumentos de F&A estão inseridos no contexto dos contratos interempresariais, nos quais prevalece o princípio da autonomia privada e não há, intrinsecamente, desequilíbrio contratual entre as partes. Há, nesses contratos, uma liberdade ampliada das partes para contratar, o que permite, inclusive, a previsão do efeito material adverso, ainda que não expressamente previsto na legislação pátria.

Relevante ainda que a compreensão do efeito material adverso abarque a *MAC Definition*, *MAC Representation* e *MAC Closing Condition*. Em conclusão, a função da cláusula MAC é promover uma alocação dos riscos inerentes às operações de F&A, interferindo diretamente no preço acordado, a depender das proporções de risco distribuídas a cada uma das partes.

Resta claro, além disso, que não existe uma fórmula perfeita para a sua redação, que deverá ser pensada com cautela em cada caso concreto, considerados os resultados da diligência empenhada, as características das empresas envolvidas e de acordo com o desenvolvimento das negociações. Especialmente quanto a este último, é de suma importância que as negociações sejam conduzidas da maneira mais cuidadosa possível, sendo certo que pouquíssimas disputas com relação à Cláusula MAC se tornam litígios, mas sim resultam em renegociação dos termos acordados.

Por fim, conclui-se que a maior problemática decorrente desta cláusula de alocação de risco é justamente a sua essência, qual seja a definição e interpretação do conceito de efeito material adverso. Dito isso, é certo que a discussão ainda percorrerá um longo caminho na

doutrina e jurisprudência, posto que o volume e a magnitude das transações de F&A, no Brasil e no mundo, parece apenas aumentar.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKORN, Inc. v. Frenesius Kabi AG, Civil Action No. 2018–0300–JTL.

BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**, 5ª ed. São Paulo, Saraiva, 2017. Disponível em: https://www.google.com.br/books/edition/FUS%C3%95ES_AQUISI%C3%87%C3%95ES/f2qwDwAAQBAJ?hl=pt-BR&gbpv=0

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o **Código Civil**.

BREAKING the Bank. Michael Kirk. Michael Kirk; Jim Gilmore; Mike Wiser. Frontline, 2009. Disponível em: https://www.pbs.org/wgbh/frontline/film/breakingthebank/

COELHO, Fábio Ulhôa. **Curso de Direito Civil – vol. 3**. São Paulo, Saraiva, 2012. Disponível em: https://drive.google.com/drive/folders/1XlhZMSxNZJLwxCutMd3zSj5XpF2JkJMK?usp=sharing

COELHO, Fábio Ulhôa. **Curso de Direito Comercial – vol. 3**, 13ª ed., São Paulo, Saraiva, 2012.

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

DELAWARE. Por que as sociedades escolhem Delaware?. Delaware Department of State, BLACK, Lewis S. 2007. Disponível em: https://corpfiles.delaware.gov/whycorporations_file_portuguese.pdf

FERREIRA, Talieh Shaikhzadeh Vahdat; CALLADO, Aldo Leonardo Cunha. *Fusões e Aquisições no Brasil: reflexões acerca da evolução do volume de transações*. **Revista Pensamento Contemporâneo em Administração**, 2015. Disponível em: https://periodicos.uff.br/pca/article/view/11220

FORGIONI, Paula Andrea; IRTI, Natalino. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2016.

FORGIONI, Paula Andrea. *A interpretação dos negócios empresariais no novo Código Civil Brasileiro.* **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, v. 42, p. 7-38, 2003. Disponível em: https://drive.google.com/drive/folders/1XlhZMSxNZJLwxCutMd3zSj5XpF2JkJMK?usp=sharing

FREIRE, J. Renato Corrêa; CASELLA, Paulo Borba. **Contratos Financeiros Internacionais**. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 1994.

GOMES, Orlando. **Contratos**, 26ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

IBP Inc. v. Tyson Foods INC, 789 A.2d 14 (Del. Ch. 2001).

L'APICCIRELLA, Danielli Gilbert de Souza. *O processo de negociação em projetos de fusões e aquisições, sob a ótica da advogada jurídica corporativa de indústria: melhores práticas e patologias.* **FGV Direito SP**. 2019. Disponível em: https://direitosp.fgv.br/node/137253

MILLER JR., Edwin L. SEGALL, Lewis N. **Mergers and Acquisitions: a step-by-step legal and practical guide.** New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2017.

MILLER, Robert T. *The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements*. **Villanova University Charles Widger School of Law Digital Repository,** p. 2042.

NADER, Paulo. **Curso de Direito Civil**, 10. ed., rev., atual. e ampl.. Rio de Janeiro, Forense, 2016.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito civil – vol. III: Contratos**, 30. ed., rev. e atual.. Rio de Janeiro, Forense, 2017.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade Civil**, 12. ed., rev., atual. e ampl.. Rio de Janeiro, Forense, 2018.

PWC Brasil. Fusões & Aquisições no Brasil – Março 2021, 2021. Disponível em: https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2021/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-marco-21.html

RHEE, Robert J. *Case Study of the Merger Between Bank of America and Merrill Lynch*, **SSRN**, 2015. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1579397

ROPPO, Enzo. **O Contrato.** Coimbra, Almedina, 1988.

SÁ, Fernando Oliveira e. *Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em contratos de compra e venda de empresas.* **Direito E Justiça,** (Especial), pp. 427-444. 2012.

STEFANOWSKI, Robert. **Material adverse change: lessons from failed M&As.** 1ª ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2018.

SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (organizadoras). **Fusões e Aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar.** 1ª ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020.

THREET, Hunter C. Threet. *The Definition of Material Adverse Change: Balancing Risk in Merger Agreements Under Delaware Law*. **18 Tenn. J. Bus**. L. 2017. Disponível em https://ir.law.utk.edu/transactions/vol18/iss3/4/

WALD, Arnaldo; MORAES, Luiza Rangel de; WAISBERG, Ivo. **Fusões, incorporações e aquisições – aspectos societários, contratuais e regulatório**. In: WARDE JR., Walfrido Warde (coord.). Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

YAMASHITA, Hugo. *Revisão de contratos empresariais na Lei da Liberdade Econômica*. **ConJur**, 2020. Disponível em: https://www.conjur.com.br/2020-jan-03/hugo-yamashita-revisao-contratos-lei-liberdade-economica