



Aplicação das cláusulas de MAC e MAE nas operações de M&A

30/07/2024

Grande parte das operações de Merger & Acquisitions (M&A) possui execução prolongada ou diferida. Usualmente, uma operação de M&A é dividida em duas etapas, sendo a primeira a assinatura do contrato (*signing*), onde se estabelecem as bases da operação e as condições precedentes a serem cumpridas, e a segunda o fechamento do negócio (*closing*), onde a operação é efetivamente concretizada após o cumprimento de todas as condições precedentes. Essas condições precedentes, ou seja, o período entre *signing* e *closing*, podem levar dias, meses ou até anos para serem concluídas.

Durante a negociação do contrato, as partes alocam os riscos da operação, indicando quais serão assumidos por cada uma e em qual medida [1]. Toda essa alocação é refletida no contrato e determina o que pode ser entendido como a base objetiva do negócio [2] — as balizas que definem os interesses principais e o fundamento da operação [3].

Entretanto, no interim entre *signing* e *closing*, podem ocorrer eventos não previstos pelas partes que geram efeitos relevantes sobre o negócio e que podem alterar a base da operação [4]. Nesses casos, como mitigação de risco, as partes podem estabelecer as cláusulas de *Material Adverse Change* (MAC) ou *Material Adverse Effect* (MAE).

Em uma definição objetiva, Jorge Cesa de Ferreira conceitua as cláusulas MAC e MAE como aquelas que atribuem direitos a uma das partes decorrentes da ocorrência de circunstâncias geradoras de impactos relevantes sobre o contrato [5]. Sendo assim, cláusulas MAC e MAE são aquelas que conferem uma prerrogativa ao comprador para que, na ocorrência de algum evento que ocasione uma alteração negativa sobre a empresa alvo, possa optar por não realizar o contrato ou por renegociar as bases do negócio.

Como regra geral, é uma cláusula que beneficia o comprador. O caminho mais comum adotado é o do *way out* do comprador — caso haja alteração adversa significativa, o comprador terá o direito de se retirar do negócio e não concluir a operação [6]. Contudo, como mencionado, essas cláusulas também permitem a renegociação do contrato em caso de efeito adverso relevante.

Para elaboração das cláusulas MAC e MAE, é importante que as partes definam o que será qualificado como “efeito material relevante”, ou seja, a materialidade das alterações provocadas pelo evento e por seus efeitos [7]. Para mensuração da relevância, as partes podem estabelecer critérios objetivos (como por exemplo a definição de percentual de queda no faturamento) ou indicar critérios interpretativos que auxiliam o entendimento do que será considerado como ‘relevante’ (como por exemplo averiguar se a parte manteria o negócio mesmo em decorrência dos efeitos adversos).

Akorn x Fresenius Kabi

O caso histórico *Akorn Inc. vs. Fresenius Kabi AG*, pela *Delaware Court of Chancery*, foi extremamente importante para a definição da ideia de ‘materialidade’ em caso de efeito relevante adverso. Em resumo, o caso envolvia a compra da *Akorn* pelo grupo alemão *Fresenius*; após o *signing*, constatou-se uma queda relevante no EBITDA e na receita operacional da *Akorn*, motivado pelo descumprimento de diversos aspectos regulatórios. Em face a essa redução de faturamento, a *Fresenius* solicitou a renegociação do preço, o que não foi aceito pela *Akorn*. Diante da impossibilidade de negociação, a *Fresenius* aplicou a cláusula de MAC e MAE, requisitando a extinção do acordo. Em contrapartida, *Akorn* ingressou com um pedido judicial na corte de Delaware requerendo o cumprimento forçado da operação.

O caso envolvendo a compra da *Akorn* foi um importante marco para o estudo da aplicabilidade das cláusulas de MAC e MAE. Na oportunidade, a Corte de Delaware teve um grande cuidado para analisar a materialidade e magnitude dos efeitos da queda do desempenho financeiro da *Akorn*. No final, decidiram que a *Fresenius* teria base suficiente para aplicação da cláusula MAC e MAE, podendo extinguir o contrato. A corte de Delaware concluiu também que a extinção do contrato não se mostrava como um comportamento oportunista da *Fresenius* para exercício de um direito de arrependimento não dotado de fundamento jurídico, principalmente pelo fato de a *Fresenius* ter tentado prosseguir com a operação, mesmo diante do efeito adverso da *Akorn* [8].

Além da definição de relevância, é importante que as partes estabeleçam as exceções (*carve out*) às cláusulas de MAC e MAE [9], ou seja, eventos em que, mesmo que ocasionem alteração adversa na empresa alvo, não incidirão na aplicação das consequências contratuais das cláusulas MAC ou MAE.

Em uma operação de M&A, pode-se categorizar três tipos de riscos [10]:

1. riscos de mercado, que são aqueles que afetam a economia como um todo — exemplo: mudanças legislativas, pandemias, alterações regulatórias etc.;
2. riscos do negócio, que são relacionados com a atividade comercial específica da empresa — exemplo: redução de faturamento, perda inesperada de clientes etc.;
3. riscos relacionados com o anúncio do próprio contrato — exemplo: perda de funcionários ou fornecedores após a divulgação da operação.

Riscos de mercado e riscos do anúncio do contrato usualmente são tratados como exceções às cláusulas de MAC e MAE.

Por outro lado, em relação os riscos do negócio, para verificar se há a aplicação das cláusulas MAC e MAE, as partes devem considerar:



- a relevância da alteração adversa em relação às bases contratuais;
- se era um risco que já tinha sido identificado e alocado pelas partes [11];
- o grau de culpa da empresa em relação ao evento que gerou o efeito adverso sofrido;
- se a empresa realizou alguma ação para mitigar os efeitos sofridos;
- se é um risco que foi assumido pelo comprador na celebração do contrato.

Riscos previamente assumidos

Entende-se que ‘riscos gerais’ do negócio, como por exemplo: oscilações de faturamento no curso ordinário do negócio, são riscos já previamente assumidos pelo comprador e que não são passíveis de desencadear a aplicação das cláusulas MAC e MAE [12].

Além disso, para que haja aplicação das cláusulas MAC e MAE, é imprescindível que haja uma relação de causalidade entre o evento e o efeito material adverso. Em relação à causalidade, o evento que ocasionou o efeito material adverso não deve apenas ter contribuído para sua concretização, mas sim determinado a sua ocorrência [13], ou seja, deve ser a causa principal para a alteração adversa.

Em conclusão ao que foi apresentado, entende-se que as cláusulas MAC e MAE consistem em um importante remédio conferido ao comprador para que possa se retirar do contrato, ou renegociar o preço, caso haja algum evento que altere de forma relevante as bases do negócio.

Não se deve entender as cláusulas MAC e MAE como um “direito de arrependimento” do comprador [14], um caminho fácil para que o comprador possa desistir do contrato sem nenhuma multa. A aplicação das cláusulas MAC e MAE é essencialmente ligada com a materialidade do efeito sofrido. Em outras palavras, apenas se aplicará as cláusulas MAC e MAE se de fato tenha ocorrido uma alteração significativa na empresa que modificou a estrutura pelo qual o negócio foi firmado.

Da mesma forma, para aplicação das cláusulas MAC e MAE, há de se analisar se já era um risco assumido ou não pelo comprador e se não se enquadra nas hipóteses de exceção às cláusulas MAC e MAE. Se for um risco que já tiver sido alocado ou se as partes definirem aquele evento como exceção à regra geral, também não se deve aplicar as cláusulas MAC e MAE.

Para evitar qualquer problema de aplicação e interpretação, é recomendado que as partes definam com clareza os critérios para mensuração do que será entendido como ‘relevante’ (materialidade da alteração), garantindo que apenas os riscos não alocados e de fato importantes poderão desencadear a aplicação das cláusulas MAC e MAE, além da definição exata e precisa de quais serão as hipóteses de exceção dessas cláusulas.

Referências

DA SILVA, Jorge Cesa Ferreira. Cláusulas MAC ou MAE no Direito Brasileiro. *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (coord.). *Fusões e Aquisições (M&A)*. São

Paulo: Quartier Latin, 2022.

EIZIRIK, Nelson: M&A Regime Societário e Contratual. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2024.

MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. Execução Diferida em Contratos de M&A. São Paulo: Almedina, 2022.

PONTES DE MIRANDA, F. C. Tratado de direito privado. t. XXV. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

SIMÃO, José Fernando. *O contrato nos tempos do Covid-19: Esqueçam da força maior e concentrem na base do negócio*. Conjur, São Paulo, 03 de abril de 2020. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/migalhas-contratuais/323599/o-contrato-nos-tempos-da-covid-19—esquecam-a-forca-maior-e-pensem-na-base-do-negocio>. Acesso em: 24 jul. 2024.

ZANELATTO, Natalia Villas Bôas. A cláusula de alteração material adversa: uma análise do caso Twitter v. Elon r. Musk com base na jurisprudência da Court of Chancery of Delaware, Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro, s. 182/183 – ago. 2021/jul. 2022.

[1] ZANELATTO, Natalia Villas Bôas. A cláusula de alteração material adversa: uma análise do caso Twitter v. Elon r. Musk com base na jurisprudência da Court of Chancery of Delaware, Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro, s. 182/183 – ago. 2021/jul. 2022, p. 137.

[2] PONTES DE MIRANDA, F. C. Tratado de direito privado. t. XXV. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 340.

[3] Muito se relaciona a aplicação das cláusulas MAC e MAE com a Cláusula “*Rebus Sic Stantibus*”, pois ambas as cláusulas estão vinculadas com a ocorrência de fatos supervenientes que modificam as bases pelas quais o contrato foi firmado. Tratando da teoria da base objetiva e cláusula *rebus sic stantibus*, José Fernandes Simão defende que “*se o contrato nasceu com certa base objetiva, ou seja, determinadas circunstâncias circundantes, e tais circunstâncias se alteram por um fato imprevisível, o contrato pode ser resolvido ou revisto. Daí rebus (as coisas) sic (assim) stantibus (estando)*” (SIMÃO, José Fernando. *O contrato nos tempos do Covid-19: Esqueçam da força maior e concentrem na base do negócio*. Conjur, São Paulo, 03 de abril de 2020. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/migalhas-contratuais/323599/o-contrato-nos-tempos-da-covid-19—esquecam-a-forca-maior-e-pensem-na-base-do-negocio>. Acesso em: 24 jul. 2024). Essa mesma lógica pode se aplicar nas cláusulas MAC e MAE, ou seja, havendo um evento superveniente que altere os elementos circunstanciais do contrato ou estado geral das coisas, é possível pedir sua rescisão ou revisão.

[4] MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. Execução Diferida em Contratos de M&A. São Paulo: Almedina, 2022, p. 122.

[5] DA SILVA, Jorge Cesa Ferreira. Cláusulas MAC ou MAE no Direito Brasileiro. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (coord.). Fusões e Aquisições (M&A). São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 383.



- [6] EIZIRIK, Nelson: M&A Regime Societário e Contratual. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2024, p. 268.
- [7] DA SILVA, Jorge Cesa Ferreira. Cláusulas MAC ou MAE no Direito Brasileiro. *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (coord.). Fusões e Aquisições (M&A). São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 390.
- [8] DA SILVA, Jorge Cesa Ferreira. Cláusulas MAC ou MAE no Direito Brasileiro. *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (coord.). Fusões e Aquisições (M&A). São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 391.
- [9] EIZIRIK, Nelson: M&A Regime Societário e Contratual. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2024, p. 269.
- [10] DA SILVA, Jorge Cesa Ferreira. Cláusulas MAC ou MAE no Direito Brasileiro. *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (coord.). Fusões e Aquisições (M&A). São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 390.
- [11] MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. Execução Diferida em Contratos de M&A. São Paulo, Almedina, 2022, p. 94.
- [12] EIZIRIK, Nelson: M&A Regime Societário e Contratual. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2024, p. 278.
- [13] EIZIRIK, Nelson: M&A Regime Societário e Contratual. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2024, p. 267.
- [14] DA SILVA, Jorge Cesa Ferreira. Cláusulas MAC ou MAE no Direito Brasileiro. *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (coord.). Fusões e Aquisições (M&A). São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 391.

Fonte: <https://conjur.jumps.com.br/2024-jul-30/aplicacao-das-clausulas-de-mac-e-mae-nas-operacoes-de-ma/>