Universidade do Estado do Rio de Janeiro
Centro de Ciências Sociais
Faculdade de Direito

Letícia Vilen Amorim

A cláusula de mudança material adversa ("MAC") como mecanismo de extinção contratual em operações de aquisição de participação societária

Rio de Janeiro
2026

Letícia Vilen Amorim

A cláusula de mudança material adversa ("MAC") como mecanismo de extinção contratual em operações de aquisição de participação societária

Dissertação apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-graduação em Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Pensamento Jurídico e Relações Sociais. Linha de pesquisa: Empresa e Atividades Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Vitor Augusto José Butruce

Rio de Janeiro

2026

CATALOGAÇÃO NA FONTE
UERJ/REDE SIRIUS/BIBLIOTECA CCS/C

A524 Amorim, Letícia Vilen

A cláusula de mudança material adversa ("MAC") como mecanismo de extinção contratual em operações de aquisição de participação societária / Letícia Vilen Amorim. - 2026.
124f.

Orientador: Prof. Dr. Vitor Augusto José Butruce.
Dissertação (Mestrado). Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito.

1. Direito empresarial - Teses. 2. Material adverse change - Teses. 3. Contratos - Teses. I. Butruce, Vitor Augusto José. II. Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Faculdade de Direito. III. Título.

CDU 347.7

Bibliotecária: Fabiana das Graças Fonseca CRB7/6358

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

_____ _____

Assinatura Data

Letícia Vilen Amorim

A cláusula de mudança material adversa ("MAC") como mecanismo de extinção contratual em operações de aquisição de participação societária

Dissertação apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-graduação em Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Pensamento Jurídico e Relações Sociais. Linha de pesquisa: Empresa e Atividades Econômicas.

Aprovada em 31 de março de 2026.

Banca Examinadora:

_____

Prof. Dr. Vitor Augusto José Butruce (Orientador)
Faculdade de Direito – UERJ

_____

Prof. Dr. Ricardo Villela Mafra Alves da Silva
Faculdade de Direito – UERJ

_____

Profª. Drª. Fernanda Mynarski Martins-Costa
Fundação Getúlio Vargas

Rio de Janeiro

2026

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho aos meus pais, que me ensinaram que o conhecimento é a única coisa que ninguém pode nos tirar. Em especial, à minha mãe, que incutiu em mim o hábito da leitura e sempre alimentou minha curiosidade inquieta, a mesma que, até hoje, me move a seguir em frente.

AGRADECIMENTOS

Sempre considerei os agradecimentos uma mera formalidade dos trabalhos acadêmicos, até que cheguei ao fim do mestrado e me dei conta de que essa dissertação só foi possível em razão do apoio de muitas pessoas que fizeram parte desse processo, de forma direta ou indireta.

Não poderia deixar de agradecer ao Angelo, meu esposo, por me incentivar desde o início, acreditar em mim nos momentos em que eu mesma duvidei e ser o melhor parceiro de vida que eu poderia ter. Obrigada pelo apoio de sempre, sonho sonhado junto é muito mais gostoso de realizar.

Agradeço aos meus pais, Roberto e Vera, que, mesmo pais de filha única, sempre me encorajaram a alçar voos cada vez mais altos, ainda que isso implique me distanciar do ninho e da cidade que sempre chamei de casa.

Aos amigos Victoria Ferrari, Débora München, Thais Fabbri, Mayara Maciel, Leticia Monteiro e João Gabriel Dantas, que admiro em todas as esferas da vida, obrigada por todas as trocas, por ouvirem minhas queixas sem reclamar e por acreditarem em mim sempre.

Às amizades que o PPGD me proporcionou, Mariana Davidovich, Érica Antunes e Thaminy Teixeira, a trajetória foi mais leve porque pude compartilhá-la com vocês, meu mais sincero obrigada.

Às amigas de Florianópolis, Roberta Couto, Monik Muniz, Laura Ott, Anna Laura Leal, Beatriz Burigo, Larissa Schwedersky e Louise Karczeski, por não me deixarem esquecer de quem eu sou e continuarem presentes na minha vida apesar da distância física.

Aos meus queridos colegas de escritório, Ricardo Azevedo, André Kopiler, Felipe Chreem, Pedro Quercia e João Paulo, que além de segurarem muitas barras para me permitir concluir a dissertação, sempre tinham uma boa piada para dar o alívio cômico que eu precisava.

Por fim, agradeço ao Professor Vitor Butruce, pela orientação, leitura e revisão atenta do trabalho, bem como pelas reuniões de orientação individuais e coletivas, que me ajudaram a expandir minha visão de pesquisa e contribuíram muito para a versão final deste trabalho.

RESUMO

AMORIM, Letícia Vilen. **A cláusula de mudança material adversa ("MAC") como mecanismo de extinção contratual em operações de aquisição de participação societária.** 2026. 124f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2026.

A presente dissertação analisa a aplicação da cláusula de mudança material adversa ("MAC") como mecanismo de extinção dos contratos de compra e venda de participação societária, a partir da análise de oito instrumentos reais, disponíveis publicamente para consulta. Partindo da contextualização das operações de M&A de fechamento diferido, este estudo perpassa pela origem histórica da cláusula MAC e sua evolução jurisprudencial nas cortes norte-americanas. Ao olhar para o Brasil, nota-se que, apesar de o ordenamento jurídico já possuir dispositivos destinados à disciplina de alterações supervenientes relevantes, as transações de M&A, em razão de sua complexidade e da incerteza que permeia o período intercalar nas operações de fechamento diferido, exigem autorregulação contratual a fim de disciplinar o tema de forma mais calibrada e personalizada. Em razão disso, esta pesquisa examina a estrutura da cláusula MAC, que pode ser construída a partir de diferentes graus de densidade redacional e contar com inclusões e exceções ("*carve-outs*"), e analisa seu impacto na dinâmica contratual, percebendo que sua aplicação pode criar um sistema de fricção entre as partes, capaz de promover incentivo a soluções consensuais, como alternativa ao litígio, que demanda alto custo probatório e é permeado por elevada incerteza jurídica. Na sequência, passa-se a examinar contratos concretos, publicamente disponíveis, capazes de demonstrar a utilização de variações estruturais distintas na prática contratual brasileira das operações de M&A, mediante a utilização de redação mais ampla ou genérica, ou de parâmetros específicos acerca dos eventos que irão caracterizar, para fins de resilição do contrato, mudança material adversa. Além disso, observa-se a utilização da cláusula MAC em diferentes seções do contrato, podendo estar atrelada às condições precedentes, às declarações e garantias e, ainda, simultaneamente, às possibilidades expressas de extinção contratual. A partir do esquadrinhamento histórico do mecanismo e da análise de contratos brasileiros celebrados no âmbito de operações de aquisição societária, passa-se a enfrentar as dificuldades decorrentes da tropicalização de cláusulas de origem anglo-americana para o direito pátrio, a fim de compreender a natureza jurídica da cláusula MAC e sua eficácia, ou seja, de que forma ela influencia os efeitos desejados pelas partes na operação contratual. Nesse sentido, conclui-se que a cláusula MAC representa a densificação contratual do tema relacionado a fatos supervenientes, permitindo às partes transformar os critérios do disposto nos artigos 235, 317, 393, 478 e 479 do Código Civil em parâmetros negociais personalizados e verificáveis para permitir a extinção dos contratos de compra e venda de participação societária.

Palavras-chave: *material adverse change*; contratos de execução diferida; operações de compra e venda de participação societária; mecanismo de resilição contratual.

ABSTRACT

AMORIM, Letícia Vilen. **Material Adverse Change (MAC) clauses as contractual termination mechanisms in M&A transactions.** 2026. 124f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2026.

This dissertation analyses the application of the material adverse change (MAC) clause as a mechanism for terminating share purchase agreements, based on an analysis of eight publicly available instruments. Starting with an overview of deferred closing M&A transactions, the study looks at the historical origins of the MAC clause and how it has evolved in US courts. Turning to Brazil, it is observed that although the legal system contains provisions addressing relevant supervening changes, M&A transactions require contractual self-regulation to address the matter in a more calibrated and customised manner due to their complexity and the uncertainty that permeates the interim period in deferred closing transactions. For this reason, the research examines the structure of the MAC clause, which can be drafted with varying degrees of specificity and may include inclusions and exceptions ('carve-outs'), analysing its impact on contractual dynamics. It is noted that the application of the clause can create a system of friction between the parties, providing incentives for consensual solutions as an alternative to litigation, which demands high evidentiary costs and is permeated by significant legal uncertainty. Subsequently, the study examines publicly available actual contracts that demonstrate distinct structural variations in Brazilian M&A contractual practice through the use of broader or more generic language or specific parameters regarding events constituting a material adverse change for the purposes of contract termination. Furthermore, the use of the MAC clause in different sections of the contract is examined, as it can be linked to conditions precedent, representations and warranties, and simultaneously to termination provisions. Based on a historical examination of the mechanism and an analysis of Brazilian contracts executed in the context of corporate acquisition transactions, this study addresses the difficulties arising from the adaptation of Anglo-American clauses into domestic law. The aim is to understand the legal nature of the MAC clause and its effectiveness, i.e. how it influences the desired contractual outcomes. The conclusion is that the MAC clause densifies matters relating to supervening events in a contractual context, enabling the parties to convert the criteria set out in Articles 235, 317, 393, 478 and 479 of the Brazilian Civil Code into customisable, verifiable negotiated parameters that allow share purchase agreements to be terminated.

Keywords: *material adverse change*; deferred execution contracts; purchase and sale of equity interests; contract termination mechanism.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

TJSP	Tribunal de Justiça de São Paulo
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
MAC	Mudança Material Adversa
M&A	Mergers and Acquisitions
FDA	Food and Drug Administration

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....8

1 **A CLÁUSULA MAC COMO FUNDAMENTO CONTRATUAL DO DESLIGAMENTO EM OPERAÇÕES DE M&A DE FECHAMENTO DIFERIDO: ORIGEM E CONSTRUÇÃO JURISPRUDENCIAL**..... 14

1.1 **Operações de compra e venda de participação societária e a importância da alocação contratual de riscos no período intercalar**..... 14

1.2 **Os mecanismos de distribuição de riscos em operações de fechamento diferido e a formação do direito de desligamento**.....18

1.3 **O papel da racionalidade limitada, dos custos de transação e da incompletude contratual na lógica econômica da cláusula MAC**.....25

1.4 **Origem da cláusula MAC no direito da common law**..... 29

1.5 **Desenvolvimento jurisprudencial da cláusula MAC nas cortes norte-americanas**.... 34

1.6 **Estrutura da cláusula MAC e a delimitação do direito de desligamento: inclusões e exceções ("carve-outs")**.....39

1.7 **Delimitação funcional da cláusula MAC com ênfase em sua função extintiva**..... 42

2 **O DESENHO CONTRATUAL DO DIREITO DE DESLIGAMENTO: ESTRUTURA E VARIAÇÕES DA CLÁUSULA MAC NA PRÁTICA BRASILEIRA DAS OPERAÇÕES DE M&A**..... 47

2.1 **Grau de especificidade da cláusula MAC como termo definido**.....48

2.1.1 MAC vaga (conceitos abertos, materialidade não quantificada, linguagem finalística)..49

2.1.2 MAC restrita (listas, parâmetros quantitativos, carve-outs extensos).....51

2.2 **A posição redacional da cláusula MAC nas seções contratuais e seus reflexos no exercício do direito extintivo**..... 56

2.2.1 Cláusulas sobre condições precedentes.....57

2.2.2 Cláusulas sobre declarações e garantias.....60

2.2.3 Cláusulas sobre extinção hipóteses de extinção do contrato.....66

2.3 **Estratégias contratuais e tendências de redação na operacionalização da extinção via MAC**..... 68

2.4 **Implicações da MAC como incentivo comportamental**.....72

2.5 **A observação do design contratual na construção estratégica da cláusula MAC**.....76

3 **A CLÁUSULA MAC COMO MECANISMO EXTINTIVO NOS CONTRATOS DE AQUISIÇÃO DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA**..... 80

3.1 **Desafios da tropicalização de cláusulas de origem anglo-americana para o direito brasileiro**..... 80

3.2 **Natureza jurídica da cláusula MAC e sua qualificação como mecanismo extintivo no direito brasileiro**..... 83

3.2.1 A cláusula MAC como ato de revogação.....83

3.2.2 A cláusula MAC como condição..... 84

3.2.3 A cláusula MAC como resilição unilateral.....87

3.3 **A cláusula MAC no plano da eficácia**..... 90

3.4 **Alocação da cláusula MAC no arranjo contratual e impactos sobre o exercício do**

direito de desligamento.....93
3.5 **Convergências e divergências da cláusula MAC com os dispositivos legais do Código Civil que tratam de fatos supervenientes**.....94
3.5.1 Resolução contratual por deterioração da coisa (art. 235 do Código Civil)..... 95
3.5.2 Revisão contratual por manifesta desproporção (art. 317 do Código Civil).....97
3.5.3 Caso fortuito ou força maior (art. 393 do Código Civil).....99
3.5.4 Onerosidade excessiva (arts. 478 e 479 do Código Civil)..... 101
3.5.5 Compatibilidade da cláusula MAC com o ordenamento jurídico brasileiro.....103
CONSIDERAÇÕES FINAIS..... 109
REFERÊNCIAS..... 113

INTRODUÇÃO

A cláusula de mudança material adversa, ou cláusula MAC (do inglês, *Material Adverse Change*)[1], é um mecanismo típico de contratos de compra e venda de participação societária de fechamento diferido, isto é, aqueles em que há um intervalo temporal entre a assinatura do contrato (*signing*) e o seu cumprimento, ou fechamento da operação (*closing*). Essa cláusula costuma conferir ao comprador o direito de resilir o negócio jurídico caso, durante esse período, ocorra um fato superveniente[2] que afete, de forma substancial, o objeto da transação[3]. Os eventos que caracterizam essa mudança tendem a ser definidos no próprio contrato, cuja redação costuma ser moldada de acordo com os riscos aos quais a sociedade-alvo está sujeita até a data de fechamento, e podem ser alocados por meio de disposições relativas a condições precedentes ou declarações e garantias, de forma a disciplinar pressupostos para o fechamento, as consequências de eventual violação das declarações e garantias ou, ainda, o impacto da ocorrência de eventos potencialmente adversos aos interesses das partes na operação.

A referida cláusula se desenvolveu como resposta às incertezas inerentes ao período compreendido entre a assinatura e o fechamento dos contratos de aquisição com execução diferida. Na ausência de previsão contratual específica para lidar com eventos supervenientes adversos, o direito da *common law* remeteria o problema, em tese, à doutrina da frustração do fim contratual[4] ("*frustration doctrine*")[5] como mecanismo supletivo destinado a disciplinar situações em que um evento extraordinário e externo compromete substancialmente o valor esperado do contrato. Contudo, o elevado rigor dos requisitos exigidos para a caracterização

---

[1] Também denominada como cláusula MAE (do inglês, *Material Adverse Effect*). Para fins conceituais, esta dissertação utilizará a sigla MAC. Sobre o assunto: MILLER, Robert T. **The Economics of Deal Risk:** Allocating Risk through MAC Clauses in Business Combination Agreements. William & Mary Law Review, n. 50, n. 6, p. 2012: "*Although the phrase "material adverse effect" (MAE) is more commonly used in merger agreements, MAC and MAE are generally understood to be synonymous*".

[2] MILLER, Robert T. **The Economics of Deal Risk:** Allocating Risk through MAC Clauses in Business Combination Agreements. William & Mary Law Review, n. 50, n. 6, 2009, p. 2007.

[3] Cumpre ressalvar que a expressão "transação" é utilizada neste trabalho como sinônimo de operação, negócio ou *deal*, conforme a prática corrente no mercado de fusões e aquisições. Não se confunde, portanto, com o conceito de transação previsto no art. 840 do Código Civil, o qual trata da transação na forma que segue: "É lícito aos interessados prevenirem ou terminarem o litígio mediante concessões mútuas". A expressão aqui utilizada designa simplesmente a operação de compra e venda de participação societária, sem qualquer conotação relacionada à composição de conflitos.

[4] A tradução literal de *frustration doctrine* como "doutrina da frustração" é imprecisa, pois o instituto se refere especificamente à frustração do fim contratual, isto é, do objetivo que motivou a celebração do contrato por uma das partes. No entanto, para fins de simplificação terminológica, neste trabalho a expressão "doutrina da frustração" será utilizada como forma abreviada de "doutrina da frustração do fim contratual".

[5] COSTA, Matheus Sprenger Neubauer da. **O estranho animal chamado cláusula MAC.** Revista Semestral de Direito Empresarial, Rio de Janeiro, v. 29, n. 2, jul./dez. 2021, p. 116.

da frustração tornava improvável sua invocação bem-sucedida em operações de M&A, contexto no qual a cláusula MAC emergiu como solução ao problema[6], funcionando como um análogo contratual à doutrina da frustração, que confere ao adquirente o direito de desligar-se da transação diante da ocorrência de eventos classificados como materialmente adversos.

Isto é: dado o elevado grau de exigência para aplicação da doutrina da frustração, que requer a presença cumulativa de diversos requisitos de difícil demonstração, a cláusula de mudança material adversa serviu como um mecanismo de contratualização do tema da superveniência de eventos relevantes sobre a dinâmica da operação. Por meio dela, as partes definem, caso a caso, as hipóteses que ensejarão o direito de resilição do contrato[7], de modo que a ocorrência de um evento previamente definido pelas partes como adverso, ainda que não atendidos integralmente os requisitos da doutrina da frustração, seja suficiente para conferir o direito de desligamento ao comprador.

São três as funções comumente atingidas por meio da cláusula MAC, quais sejam, (1) permitir a extinção do vínculo contratual, ao conferir à parte prejudicada o direito de desligar-se do contrato, (2) servir como mecanismo de alocação de riscos contratuais, ao prever efeitos específicos quando verificada a ocorrência de evento classificado como MAC, e (3) estimular o cumprimento de deveres de informação, uma vez que, ao disciplinar os eventos que autorizam o disparo da cláusula, as partes são impelidas a divulgar o maior nível de informação que possuem acerca dos fatos nela previstos. A cláusula MAC também serve como mecanismo ensejador de renegociação do contrato[8], uma vez que sua existência pode resultar na abertura de janelas de diálogo entre as partes para buscar soluções para o fechamento potencialmente frustrado.

Neste trabalho, será explorada em maiores detalhes a função extintiva do mecanismo, segundo a qual, verificada a ocorrência de uma mudança material adversa nos termos contratualmente previstos, a parte afetada poderá resilir o negócio jurídico com fundamento em tal alteração, uma vez que os riscos da operação foram alocados contratualmente, na maioria dos casos por meio de exclusões e parâmetros objetivos. Aqui, o debate desloca-se do

---

[6] SCHWARTZ, Andrew A. **A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause.** Universidade da Califórnia em Los Angeles Law Review, v. 57, p. 819.

[7] THEILKUHL, Daniel Ugo Rivera. **A cláusula MAC como mecanismo contratual para a gestão dos riscos decorrentes do desequilíbrio superveniente em operações de M&A**. Dissertação (Mestrado Profissional em Direito Civil Contemporâneo e Prática Jurídica) – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 19 mai. 2023, p. 22-23.

[8] SILVA, Jorge Cesa Ferreira da. **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. 385-386.

regime legal abstrato para o regime contratual específico, bastando às partes demonstrar a ocorrência do evento ou da alteração definida como MAC, dispensando-se a comprovação de pressupostos exigíveis para o disparo de mecanismos legais ou daqueles previstos na doutrina da frustração. Com isso, a cláusula pode conferir maior previsibilidade e operacionalizar o desligamento do comprador, ao mesmo tempo em que permite delimitar, de forma consensual, as situações em que a resilição não será admitida.

A cláusula MAC opera como um mecanismo de alocação contratual de riscos supervenientes, no qual as partes, de forma antecipada, negociam quais eventos ou alterações serão relevantes para a manutenção do vínculo contratual. Assim, verificada a ocorrência de um evento contratualmente definido como mudança material adversa, a parte legitimada poderá exercer o direito de desligamento diretamente com fundamento no contrato, dispensando a necessidade de recorrer à via judicial e à prova dos pressupostos legais (como, por exemplo, do caso fortuito ou de força maior), o que reforça a autonomia privada, a previsibilidade e a eficiência econômica da operação.

É nesse contexto que se inserem os contratos de compra e venda de participação societária com fechamento diferido, nos quais a celebração e o fechamento ocorrem em momentos distintos. O diferimento decorre, usualmente, de incertezas relacionadas à consumação daquele negócio, como, por exemplo, a necessidade de o comprador obter um empréstimo para a aquisição da participação societária, ou de a sociedade-alvo obter autorização regulatória para o fechamento da operação, razão pela qual a tradição, que se traduz na transferência da titularidade das participações, ocorre em momento posterior à celebração do contrato[9]. Esse lapso temporal abre espaço para riscos e efeitos decorrentes de alterações circunstanciais capazes de acarretar mudanças significativas nas bases comerciais e econômico-financeiras da operação[10].

A preocupação central das partes é preservar as condições financeiras, comerciais e econômicas que dão base a uma operação, ou seja, o objetivo principal do comprador com a aquisição, as circunstâncias que motivaram a celebração do contrato e, em última análise, o valor do ativo objeto da operação. Para isso, o contrato deve definir o que constituirá mudança

---

[9] MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. **Execução diferida do contrato em operações de Fusões e Aquisições (F&A) de sociedades anônimas:** análise de aspectos contratuais e societários. 192 f. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021, p. 82-84.

[10] THEILKUHL, Daniel Ugo Rivera. **A cláusula MAC como mecanismo contratual para a gestão dos riscos decorrentes do desequilíbrio superveniente em operações de M&A**. Dissertação (Mestrado Profissional em Direito Civil Contemporâneo e Prática Jurídica) – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 19 mai. 2023, p. 28-29.

material adversa e, por consequência, o gatilho do direito de resilição[11]. A definição de um evento MAC, portanto, é construída com base em um prognóstico das mudanças futuras e inesperadas que podem surgir no contexto específico da operação e justificar o desfazimento do negócio.

O objetivo desta dissertação é analisar a aplicação da cláusula MAC como mecanismo de resilição contratual em contratos de compra e venda de participação societária de fechamento diferido e mapear suas diferentes configurações. A partir da análise empírica de contratos celebrados em operações reais, busca-se compreender as alternativas de estruturação à luz da teoria do design contratual, entendendo a cláusula como resultado das escolhas estruturais adotadas pelas partes para moldar contratos alinhados aos objetivos estratégicos dos agentes econômicos, modular disputas, visto que a redação utilizada sugere qual será o cerne de eventual litígio, e acomodar as incertezas inerentes à dinâmica empresarial. O grau de especificidade adotado na redação dependerá de como as partes desejam equilibrar prevenção de disputas, flexibilidade negocial e custos de negociação e exequibilidade.

A escolha da cláusula MAC como objeto de investigação se justifica, em primeiro lugar, por se tratar de instrumento originário do direito anglo-saxão, concebido no contexto da *common law*, cujos fundamentos e racionalidade jurídica são distintos daqueles aplicáveis ao sistema jurídico brasileiro. A origem alienígena do instituto impõe uma análise crítica acerca da recepção e aplicação da cláusula MAC no âmbito dos contratos brasileiros de compra e venda de participação societária, especialmente diante das diferenças estruturais entre os sistemas, tornando essencial avaliar como esse mecanismo de alocação de riscos é aplicado sob o direito pátrio. Em segundo lugar, o tema é de grande relevância nos contratos de M&A, uma vez que trata dos riscos supervenientes que podem ocorrer no período compreendido entre a assinatura e o fechamento de operações de fechamento diferido, e se debruça sobre um importante mecanismo negocial de alocação de riscos relacionados a fatos supervenientes.

A importância do trabalho, por sua vez, justifica-se pela relação que se busca fazer entre a teoria e a prática, mediante análise de cláusulas utilizadas no âmbito de contratos celebrados em operações reais de M&A, abordagem que permitirá identificar as variações estruturais da cláusula, que pode estar alocada entre os dispositivos relativos às condições precedentes, às declarações e garantias e, ainda, entre as hipóteses expressas de extinção

[11] THEILKUHL, Daniel Ugo Rivera. **A cláusula MAC como mecanismo contratual para a gestão dos riscos decorrentes do desequilíbrio superveniente em operações de M&A.** 2023. Dissertação (Mestrado Profissional em Direito Civil Contemporâneo e Prática Jurídica) – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 19 mai. 2023, p. 24.

contratual, bem como permitirá observar suas principais tendências de redação e os critérios utilizados pelas partes para definir os eventos caracterizadores de mudança material adversa. Examinar a forma de aplicação da cláusula MAC é um passo fundamental para delimitar o regime jurídico que lhe é atribuível no contexto brasileiro, compreensão esta que tem implicações diretas na definição dos efeitos produzidos pela invocação da cláusula e de seus respectivos limites.

A pesquisa procura, também, integrar fundamentos econômicos à análise jurídica do instituto, partindo dos conceitos de racionalidade limitada, incompletude contratual e custos de transação para explicar por qual razão, em contratos celebrados em contextos de incerteza, assim como ocorre nas operações de M&A de fechamento diferido, não é possível antecipar todas as contingências futuras, exigindo-se soluções contratuais mais sofisticadas, tais como o mecanismo de resilição contratual assegurado pela cláusula MAC. Nesse cenário, a teoria do design contratual se revela um instrumento útil para demonstrar como as partes estruturam as cláusulas de modo estratégico, a fim de refletir seus interesses, distribuir riscos e minimizar custos decorrentes da incerteza.

Para atingir os objetivos propostos, o primeiro capítulo da dissertação investiga os contratos de M&A de fechamento diferido e as incertezas que permeiam operações dessa natureza, tipos de riscos e justificativa econômica para incompletude contratual. Após, investiga-se a origem e a função da cláusula MAC como mecanismo de alocação de riscos em operações de compra e venda de participação societária com fechamento diferido, com destaque para as inclusões inseridas pelas partes para delimitar o que será considerado alteração material adversa, e para as exceções, apresentando-se, em seguida, a evolução da jurisprudência norte-americana sobre o tema.

No segundo capítulo, serão analisados oito contratos brasileiros de M&A, que contemplam disposições relativas à cláusula MAC, com foco nas variações estruturais assumidas por esse mecanismo – que pode aparecer como termo definido que irradia efeitos por todo o contrato, como condição precedente, como declaração e garantia e, ainda, como hipótese expressa de resilição. Discutem-se, ainda, as tendências de redação observadas e os efeitos que a MAC pode gerar em relação à condução da sociedade-alvo, explorando-se a teoria do design contratual para justificar as variações observadas, as quais refletem escolhas estratégicas das partes quanto à alocação de riscos supervenientes.

Por fim, o terceiro e último capítulo da dissertação examina a cláusula MAC sob a perspectiva dogmática do direito brasileiro, mediante classificação de sua natureza jurídica,

função econômica e efeitos, a fim de compreender em que medida ela se aproxima ou se distancia dos dispositivos legais aplicáveis a eventos supervenientes de impacto relevante no equilíbrio contratual, quais sejam, os artigos 235, 317, 393, 478 e 479 do Código Civil.

1 A CLÁUSULA MAC COMO FUNDAMENTO CONTRATUAL DO DESLIGAMENTO EM OPERAÇÕES DE M&A DE FECHAMENTO DIFERIDO: ORIGEM E CONSTRUÇÃO JURISPRUDENCIAL

1.1 Operações de compra e venda de participação societária e a importância da alocação contratual de riscos no período intercalar

As reorganizações societárias, cuja função é facilitar o acesso a novos mercados e atividades, possibilitar o aumento de poder de mercado da sociedade e permitir ganhos de eficiência mediante a sinergia de custos e complementaridades, podem ocorrer mediante a compra de ativos empresariais e participações societárias, a união de duas ou mais sociedades, a formação de grupos societários, a constituição de sociedades de propósito específico (SPEs), atos de cisão e incorporação, dentre outros modelos jurídicos que podem ser escolhidos pelas partes para servir de instrumento para implementação de uma estratégia de crescimento empresarial[12]. Tais reorganizações são popularmente chamadas de "fusões e aquisições", tradução da expressão anglo-saxã *mergers and acquisitions* (M&A), que contempla, de modo amplo, as operações de compra e venda de participação societária[13].

A compra e venda é o negócio jurídico por meio do qual o vendedor se obriga a transferir o domínio da coisa, mais especificamente, no âmbito dos contratos de M&A, das quotas ou das ações, enquanto o adquirente obriga-se a pagar o preço previamente estabelecido[14].

Essas transações, apesar de não seguirem um procedimento padrão, costumam passar por determinadas etapas em comum. Inicialmente, a sociedade interessada em prospectar investidores elabora um *teaser*, documento que apresenta, em linhas gerais, as características básicas do negócio e seu modelo de operações. Caso o *teaser* desperte o interesse do destinatário, este seguirá com a assinatura de um acordo de confidencialidade, com o objetivo de receber um memorando completo e detalhado com informações do vendedor. Sendo mantido o interesse do potencial investidor, este apresenta uma proposta que pode ser

---

[12] BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições:** aspectos estratégicos, societários, negociais, contratuais e fiscais. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 23.

[13] Embora a expressão "M&A", em sentido estrito, abarque operações de fusão e aquisição, para fins de simplificação terminológica, neste trabalho o termo será utilizado em sentido amplo para se referir a operações de compra e venda de participação societária.

[14] Código Civil. **Art. 481.** Pelo contrato de compra e venda, um dos contratantes se obriga a transferir o domínio de certa coisa, e o outro, a pagar-lhe certo preço em dinheiro.

vinculante ou não vinculante, dando início à negociação do preço, a ser inaugurada mediante assinatura de uma carta de intenções, na qual as partes registram o intuito de dar início às tratativas e formalizar as premissas do negócio. A seguir, vem a fase de fornecimento de informações relevantes da sociedade-alvo e de seus respectivos vendedores para a realização de auditorias jurídicas, financeiras, contábeis e estratégicas, chamadas de *due diligence*, com o objetivo de que a parte interessada obtenha o máximo de informações possível e possa avaliar os riscos do negócio. A etapa de auditoria tem por objetivo capturar a situação da sociedade-alvo até a data-limite do fornecimento de documentos, podendo ser comparada a uma fotografia do negócio que permite à parte interessada fazer um prognóstico dos passivos e riscos da operação, abrindo a fase de discussões e renegociações relacionadas ao preço de aquisição. Havendo interesse conjunto na continuidade do negócio, as partes, por vezes, celebram um memorando de entendimentos, concluindo a operação com a assinatura do contrato definitivo de compra e venda, cujo conteúdo e natureza dependerão do modelo de operação adotado pelas partes, a saber, alienação de participação societária e de ativos empresariais, reorganização societária, entre outros[15].

Os contratos utilizados nas transações brasileiras são, em grande medida, adaptados de modelos estrangeiros utilizados em países de *common law*, mas legitimados pela própria prática negocial[16], e sua estrutura costuma ser composta pelas cláusulas de (i) objeto, (ii) preço, (iii) condições precedentes, (iv) fechamento da operação, (v) declarações e garantias, (vi) indenização e respectivos procedimentos, (vii) outras avenças e (viii) disposições gerais[17]. Assim, por se tratar de documentos inspirados em modelos contratuais adotados em jurisdições distintas da brasileira, suscitam inúmeras discussões ao serem transpostos para o sistema jurídico pátrio, que adota a *civil law*[18].

Essas operações, que passam por uma série de etapas, incluindo a disponibilização massiva de documentos e a celebração de diversos instrumentos, mostram-se complexas do ponto de vista societário, uma vez que sua consumação depende de um ato de vontade das

---

[15] BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições:** aspectos estratégicos, societários, negociais, contratuais e fiscais. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 243-246.

[16] GEBRIM, Larissa Santiago. **Cláusulas de mudança adversa relevante na compra e venda de participação societária:** uma alternativa ao regime geral da alteração de circunstâncias? Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 24 ago. 2022, p. 33.

[17] FERREIRA, Ivo Bari; VILELA, Renato. **Breves comentários sobre a cláusula de limitação de responsabilidade em contratos de compra e venda de participações societárias no Brasil.** *In:* ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti J. Fusões e Aquisições (M&A). São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 360.

[18] PARGENDLER, Mariana. **O Direito Contratual comparado em nova perspectiva:** revisitando as diferenças entre os sistemas romano-germânico e do common law. Revista Direito GV. São Paulo: FGV, v. 13, n. 3, p. 799.

partes e, também, da ocorrência de fatos ou atos que podem levar anos para serem consumados ou implementados[19], casos em que o fechamento da operação fica sujeito a requisitos legais ou contratuais, tais como a obtenção de autorização do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), de agências reguladoras específicas, de consentimento prévio de particulares em razão de restrição contratual ou da exigência de aprovações internas da sociedade-alvo, não limitados a estes[20].

Diante das circunstâncias de tais operações, caracterizadas principalmente pela dependência de atos de terceiros, surgem incertezas acerca da obtenção do resultado pretendido, uma vez que, a depender das particularidades do caso, a consumação da operação pode levar semanas, meses ou até mesmo anos, hipótese em que as partes ficam sujeitas a mudanças nas condições econômicas da sociedade-alvo, e do mercado como um todo, que podem ocorrer neste ínterim. Essas transações são denominadas de operações de fechamento diferido, nas quais primeiro ocorre a celebração do contrato e posteriormente, implementados os atos ou fatos necessários para a consumação da operação, o fechamento, que se dá pela efetiva implementação da operação consubstanciada nos documentos definitivos[21]. Em outras palavras, isso significa dizer que os efeitos definitivos da operação ficam sujeitos aos riscos do transcorrer do tempo[22].

Aplica-se ao tema a lição das professoras Judith Martins-Costa e Paula Costa e Silva:

> "O jurista aprende serem os contratos, por definição, atos de previsão do futuro: ajusta-se hoje o que terá de ser amanhã. Idealmente, deveriam nascer, desenvolver-se, extinguir-se, em meio à estabilidade. Idealmente, supõem respostas firmes, não hesitantes, soluções estáveis. Porém, a tomada de consciência da relevância da configuração da realidade em cada momento justifica o oposto do ideal contratual: a instabilidade de propostas de solução que, no tocante ao Direito das Obrigações, mormente as derivadas de contratos, pressupunham o conhecimento de dois momentos charneira: o da assunção de deveres de prestar e o da execução das prestações."[23]

---

[19] MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. **Execução diferida do contrato em operações de Fusões e Aquisições (F&A) de sociedades anônimas:** análise de aspectos contratuais e societários. 192 f. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021, p. 11.

[20] THEILKUHL, Daniel Ugo Rivera. **A cláusula MAC como mecanismo contratual para a gestão dos riscos decorrentes do desequilíbrio superveniente em operações de M&A**. Dissertação (Mestrado Profissional em Direito Civil Contemporâneo e Prática Jurídica) – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 19 mai. 2023, p. 18.

[21] THEILKUHL, Daniel Ugo Rivera. **A cláusula MAC como mecanismo contratual para a gestão dos riscos decorrentes do desequilíbrio superveniente em operações de M&A**. Dissertação (Mestrado Profissional em Direito Civil Contemporâneo e Prática Jurídica) – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 19 mai. 2023, p. 17.

[22] COSTA, Matheus Sprenger Neubauer da. **O estranho animal chamado cláusula MAC.** Revista Semestral de Direito Empresarial, Rio de Janeiro, v. 29, n. 2, jul./dez. 2021, p. 128.

[23] MARTINS-COSTA, Judith; SILVA, Paula Costa e. **Crise e perturbações no cumprimento da prestação:** estudo de direito comparado luso-brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 29-30.

O mesmo raciocínio se aplica aos contratos de M&A. A ocorrência de qualquer situação que desvie o curso dos fatos projetados pelas partes no momento da contratação tem o potencial de comprometer a execução do contrato nos termos originalmente acordados, configurando uma perturbação relevante na relação obrigacional e uma fonte de conflitos entre os agentes econômicos envolvidos. Em operações de fechamento diferido essa possibilidade é acentuada pela própria estrutura do negócio[24], que pressupõe a existência de um intervalo temporal significativo entre a celebração do contrato e a sua efetiva implementação.

Nesse contexto, é possível afirmar que tais operações carregam um risco estrutural de frustração das expectativas que orientaram a celebração do negócio, seja em razão de eventos previsíveis, seja em razão de fatos supervenientes imprevisíveis. Entre os principais riscos comumente identificados, destacam-se a incorreta avaliação da sociedade-alvo, a variação relevante de seu valor econômico entre a celebração e o fechamento, a não obtenção de autorizações regulatórias indispensáveis à consumação da operação ou, ainda, a impossibilidade de financiamento por parte do adquirente, riscos estes que influenciam diretamente a viabilidade econômica e jurídica da operação[25], não sendo possível eliminá-los por completo, visto que são de naturezas diversas.

Em razão de tais riscos, a estruturação do contrato passa a desempenhar papel central na definição de quem suportará as consequências dos eventos supervenientes que alteram significativamente as bases do negócio, especialmente no período compreendido entre a assinatura e o fechamento da operação, cenário em que surgem os mecanismos contratuais de distribuição de riscos, concebidos para lidar com a incerteza inerente às operações de fechamento diferido, tema que será examinado na seção seguinte[26].

---

[24] MARTINS-COSTA, Judith; SILVA, Paula Costa e. **Crise e perturbações no cumprimento da prestação:** estudo de direito comparado luso-brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 73-74: "Provindas da prática comercial internacional (campo, por excelência, da atipicidade contratual) ou da experiência contratual no common law, essas cláusulas são normalmente inseridas em contratos que permanecem vigentes no tempo por períodos mais ou menos dilatados, isto é: aqueles ajustes que não esgotam todo o seu ciclo formativo - conclusão, execução intermística e adimplemento num único momento temporal, como as obrigações pontuais, que são aquelas "que se tem por feitas no instante em que se faz, ou se omite", também ditos, por vezes, "contratos instantâneos" ou "contratos com cumprimento a contado", nos quais a celebração do ajuste e sua execução ocorrem em tempo de tal modo próximo que a dilação entre uma e outra não caracteriza o contrato relativamente ao elemento tempo.".

[25] EIZIRIK, Nelson. **M&A:** Regime Societário e Contratual - 1ª ed., São Paulo: Quartier Latin, 2024, p. 167-169.

[26] MARTINS-COSTA, Judith; SILVA, Paula Costa e. **Crise e perturbações no cumprimento da prestação:** estudo de direito comparado luso-brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 38.

1.2 Os mecanismos de distribuição de riscos em operações de fechamento diferido e a formação do direito de desligamento

O período entre a celebração e o fechamento da operação faz nascer diversos riscos que podem impactar significativamente o valor da sociedade-alvo, de modo que, no fechamento, suas condições econômicas sejam totalmente diversas daquelas existentes no momento da celebração do contrato. Nesse contexto, os riscos são classificados por Robert T. Miller[27] em (1) riscos sistemáticos, que são relacionados a fatores de economia e de mercado que podem afetar as empresas em geral, (2) riscos indicativos, que dizem respeito a medidas de desempenho financeiro (por exemplo, não atingir determinadas projeções internas ou estimativas de analistas, ou variações de preço de negociação dos valores mobiliários emitidos pela companhia), (3) riscos do acordo, decorrentes do anúncio da transação e dos atos praticados em sua execução, e (4) riscos do negócio, ou comerciais, inerentes ao curso ordinário das operações da companhia. Os riscos podem decorrer de fatores endógenos e exógenos, sendo que os primeiros se referem a mudanças relativas ao próprio negócio da sociedade-alvo, como perda de contratos relevantes ou saída de empregados-chave, eventos estes que, até certo ponto, podem estar sob a esfera de controle do vendedor, enquanto os riscos exógenos dizem respeito às alterações externas de circunstâncias, não controláveis pelas partes, tais como choques macroeconômicos ou setoriais[28].

Os riscos mapeados tendem a ser tratados pelas partes nos documentos definitivos da operação, usualmente por meio de cláusulas como obrigações antecedentes ao fechamento, declarações e garantias e condições precedentes[29], sempre com vistas a preservar o valor da sociedade-alvo e as circunstâncias que deram origem à transação.

As cláusulas de obrigações antecedentes ao fechamento referem-se às obrigações de fazer ou não fazer entre a assinatura e o fechamento da operação, cujo objetivo principal é regular a forma como a sociedade-alvo irá operar e garantir a cada parte que a outra tomará as medidas necessárias para que os negócios sejam mantidos no seu curso regular durante este período. Alocadas em duas grandes categorias de disposições, as obrigações antecedentes ao fechamento podem ser (1) negativas, no sentido de restringir a tomada de determinadas

---

[27] MILLER, Robert T. **The Economics of Deal Risk:** Allocating Risk through MAC Clauses in Business Combination Agreements. William & Mary Law Review, n. 50, n. 6, 2009, p. 2008.

[28] MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. **Execução diferida do contrato em operações de Fusões e Aquisições (F&A) de sociedades anônimas:** análise de aspectos contratuais e societários. 192 f. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021, p. 87.

[29] COSTA, Matheus Sprenger Neubauer da. **O estranho animal chamado cláusula MAC**. Revista Semestral de Direito Empresarial, Rio de Janeiro, v. 29, n. 2, jul./dez. 2021, p. 15.

medidas antes do fechamento sem o consentimento da parte adversa, ou (2) afirmativas, que obrigam a tomada de determinadas medidas antes do fechamento ou, em alguns casos, o emprego dos melhores esforços para que algo ocorra ou seja implementado[30].

As declarações e garantias[31], por sua vez, correspondem à seção contratual na qual uma parte presta determinadas declarações, sendo que, geralmente, o vendedor a sociedade-alvo fazem declarações ao adquirente acerca de vários aspectos de seus negócios, incluindo a obtenção de aprovações necessárias para sua efetivação, a precisão de suas demonstrações financeiras e os litígios nos quais está envolvida, podendo contar, também, com declarações e garantias do adquirente. Nessas disposições, ambas as partes costumam declarar que possuem todos os ativos, licenças e autorizações necessários à condução dos negócios empresariais, e que não há qualquer tipo de restrição ou ônus sobre os ativos objeto da transação. As funções da cláusula de declarações e garantias são categorizadas em (1) assecuratória, estando associadas à assunção de uma obrigação de garantia pelo declarante[32], buscando proteger a parte adversa contra superveniências da sociedade-alvo que estejam em

---

[30] Vide FREUND, James C. **Anatomy of a Merger:** strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions. Nova Iorque: Law Journal Press, 1975, p. 286: "When a deferred closing is involved, however, these matters assume a great deal of significance. Upon signing the agreement, the purchaser commits himself to make the acquisition, based on the then current picture of the seller as represented by the latter in the agreement. But what will the seller look like after two months have elapsed and the closing is finally ready to be consummated? The purchaser wants to ensure that the company he is taking title to at the closing is virtually the same company he thought he was getting at the date of the agreement. Moreover, at the point the agreement is made there generally remain a number of matters that must be taken care of before the closing can occur. Each party needs assurance that the other will take such actions as may be required during this period, and confirmation that these items have been accomplished by the closing. These problems are handled in the acquisition agreement principally through the interaction of the "Covenants" and "Conditions" articles.' The article entitled "Covenants Pending the Closing" (or equivalent designation) contains two broad categories of provisions: (i) negative covenants that restrict the seller (and sometimes the purchaser) from taking certain actions prior to the closing without the consent of the purchaser (or seller, if applicable), and (ii) affirmative covenants that obligate one or both of the parties to take certain actions prior to the closing (or, in some cases, to use their best efforts to cause something to happen)."

[31] Vide GREZZANA, Giácomo Luiz Maria Oliveira. **A natureza jurídica da cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária.** 2019, p. 463-464: "A cláusula de declarações e garantias constitui um tipo contratual (de cláusula contratual), embora não seja um tipo legal. Quando utilizada em alienação de participação societária, desempenha uma função socialmente típica de garantia, embora possa exercer também funções conformativa, informativa e probatória. A exata medida das declarações e garantias no caso concreto dependerá de uma análise que envolve vários índices de tipo, tais como seu objeto, seu fim, seu horizonte de sentido, sua configuração. A função concretamente exercida pelas declarações e garantias é que determinará sua natureza jurídica."

[32] Vide GREZZANA, Giácomo Luiz Maria Oliveira. **A natureza jurídica da cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária.** 2019, p. 73: "Em sua função assecuratória, as declarações e garantias podem ser associadas à assunção de uma obrigação de garantia pelo declarante, apartada da obrigação principal de entrega das ações ou quotas, mas que a ela se liga em relação de acessoriedade. Nesta função, as declarações e garantias visam apenas garantir o declaratório contra superveniências da sociedade-alvo adversas e que estejam em desconformidade com o que foi declarado. (...) Desta forma, pensamos que a cláusula de declarações e garantias possa ser formatada pelas partes de modo a assumir a natureza de negócio jurídico do qual exsurge obrigação de garantia, que não se confunde com a própria prestação principal devida pelo declarante, pois dela apartada, mas sim um outro gênero em que o declarante apenas garante determinado estado de coisas ao declaratório, assumindo o risco de que não seja verdadeiro."

desacordo com o que foi declarado, (2) conformativa, assumindo a capacidade de confirmar a obrigação do declarante e definir o próprio conteúdo da prestação devida, sendo que, em caso de falsidade das declarações e garantias, aplica-se o regime de responsabilidade contratual por inadimplemento, (3) informativa, ao ser utilizada como um substituto à auditoria quando determinada informação for impossível ou muito custosa de ser produzida, e (4) probatória, cujo propósito é comprovar que determinada informação foi repassada à parte adversa, conferindo maior segurança às partes em razão de facilitar a prova de fornecimento da informação[33]. No entanto, embora as declarações e garantias desempenhem papel relevante na formação da vontade contratual, sua utilidade como mecanismo de gestão de riscos supervenientes é necessariamente limitada, uma vez que se referem, em regra, a estados de fato existentes ou verificáveis até determinado marco temporal.

As condições precedentes, assim denominadas pelo direito anglo-americano, dizem respeito a tudo que deve ser realizado antes do fechamento, pelas partes ou por terceiros, para que o objeto da prestação se torne exigível, conferindo a uma das partes, geralmente o comprador, o direito de desvinculação do contrato caso a exigência não seja satisfeita até a data do fechamento. Para que esse mecanismo contratual cumpra com sua finalidade, o contrato deve especificar quais eventos estão contemplados por tais condições[34], que classificam-se em condições (1) de entrada, que indicam situações que ocasionaram o diferimento do fechamento, fazendo referência a hipóteses que podem impedir o fechamento em razão de, por exemplo, proibições legais ou impossibilidade financeira em razão da não concessão de financiamento; (2) de transação, que se referem ao que deve ser entregue no momento do fechamento, como, por exemplo, senhas, chaves de segurança e tokens de acesso às contas bancárias de titularidade da sociedade-alvo; e (3) de manutenção, que buscam garantir que, até o fechamento, serão mantidas as circunstâncias que serviram de base para a celebração daquele contrato. Independente de sua classificação, as condições precedentes se

[33] GREZZANA, Giácomo Luiz Maria Oliveira. **A natureza jurídica da cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária.** 2019, p. 71.
[34] FREUND, James C. **Anatomy of a Merger:** strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions. Nova Iorque: Law Journal Press, 1975, p. 157.

materializam por meio dos institutos de "*bring-down clause*"[35], "*compliance with covenants conditions*"[36] e, inclusive, por meio da cláusula MAC[37], a ser aprofundada nesta dissertação.

Em alguns casos, a cláusula MAC pode ser encontrada na seção de condições precedentes do contrato e estabelecer que, entre a data de assinatura e a data de fechamento, não deverá ocorrer qualquer mudança material adversa, sob pena de ser conferido ao comprador o direito de recusar-se a consumar o fechamento da operação. Adicionalmente, pode ser inserida na seção que trata das declarações e garantias, hipótese em que o vendedor declara e garante que o negócio objeto da alienação não sofreu e não sofrerá, até o fechamento, alteração material adversa, de modo que, verificada a falsidade dessa declaração no fechamento, atribui-se ao comprador o correspondente direito de desligamento[38]. Em

---

[35] Sobre o tema, vide MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. **Bring down clause**: notas sobre a cláusula de declarações e garantias no interim period. *In:* ADAMEK, Marcelo Vieira Von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (Coord.). Fusões e aquisições (M&A).São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 160-162: "E é nesse grupo de mecanismos de manutenção, que se encontra a *bring-down clause*, a qual se impõem que o alienante reafirme, na data do *fechamento*, as declarações e garantias assumidas na data da *assinatura* do contrato, conferindo ao adquirente o direito de desvinculação do contrato se houver alguma imprecisão, correção ou inveracidade no conteúdo das declarações e garantias, as quais são "detalhamento da própria declaração de vontade das partes, as quais, articuladas com os demais elementos do negócio formam uma efetiva declaração negocial e têm por finalidade ampliar a certeza jurídica do negócio concluído entre as partes". (...) Conquanto a decisão das partes contratantes de constituir um vínculo contratual tenha como pressuposto o *estado de coisas* existente no momento do *signing*, não se pode negar que, com o decorrer do tempo e suas vicissitudes, há o risco de estas situações e qualidades da sociedade-alvo sofrerem modificações significativas que importem comprometimento considerável da relação de equivalência entre as prestações - isto é, entre o pagamento a ser realizado pela transferência das participações societárias - entre o momento da assinatura do contrato e o fechamento da operação. E é justamente visando a manter esta relação de equivalência entre as prestações que surge o uso das *bring-down provisions*, é a manutenção através de um manejo eficacial das declarações e garantias. Estas, com efeito, remetem-se ao passado da empresa, constituindo uma forma de mitigar a "assimetria informacional" decorrente do fato de que para quem vende uma sociedade os passivos ocultos nem sempre são tão ocultos assim, constituem, pois, incentivos para que o vendedor não oculte a verdade sobre aspectos de fato da sociedade-alvo e de seu entorno - o que, como visto, é um importante aspecto na alocação de riscos do contrato. No entanto, também se remetem aos riscos do futuro próximo - *i.e.,* da concretização de determinado risco originários durante o *interim period* - surtindo efeitos justamente neste período peculiar da operação."

[36] A chamada *compliance with covenants conditions* também está associada às condições de manutenção do equilíbrio contratual. Por meio desse instituto, o vendedor fica vinculado a determinadas obrigações de fazer e de não fazer durante o período compreendido entre a assinatura e o fechamento do contrato, com o objetivo de manter as condições detidas pela sociedade-alvo no momento da assinatura. Embora tais previsões digam respeito, em essência, a obrigações prévias ao fechamento, seu descumprimento costuma funcionar como um gatilho de desligamento à outra parte, razão pela qual são igualmente tratadas como condições precedentes. É comum, assim, que uma mesma cláusula assuma natureza ambivalente, operando simultaneamente como obrigação e como condição: diante do inadimplemento, cabe à parte não obrigada optar por sair do contrato ou prosseguir com sua execução, sem prejuízo da eventual responsabilização por perdas e danos.
Sobre o tema, vide BEVIÁ, Vicente Gimeno. **Condición en los Contratos de Compraventa de Empresa.** Tesis de Doctorado en Derecho. Dirigida por: Esperanza Gallego Sánchez. Universitat d' Alacant. Junho de 2016, p. 47-48.

[37] MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. **Execução diferida do contrato em operações de Fusões e Aquisições (F&A) de sociedades anônimas:** análise de aspectos contratuais e societários. 192 f. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021, p. 38-41.

[38] ZANELATTO, Natália 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**. São Paulo, v. 182/183, ago; 2021/jul 2022, p. 136-137.

qualquer das seções contratuais em que a cláusula for inserida pelas partes, é usual que estas tratem a expressão "mudança material adversa" como um termo definido, especificando os eventos, circunstâncias ou parâmetros que constituirão evento dessa natureza, para fins de conferir ao comprador o direito de não prosseguir com o fechamento e, por consequência, resilir o contrato. Não é incomum, portanto, que a MAC apareça nos contratos de M&A em diferentes seções, de forma simultânea, articulando obrigações antecedentes ao fechamento, declarações e garantias e condições precedentes a partir de um mesmo conceito contratualmente definido de efeito material adverso, reforçando a alocação de riscos e a preservação do equilíbrio econômico do negócio até a sua conclusão.

Em um estudo que busca responder por que existem cláusulas MAC e por qual motivo estas passaram a assumir formas diferentes ao longo do tempo, Ronald Gilson e Alan Schwartz observam que esse mecanismo sempre existiu nos contratos de M&A, mas não era foco de litígios. No entanto, a partir de 1990, as cláusulas sofreram uma mudança estrutural e passaram a adotar redações mais longas e a conter exceções, além de protagonizarem muitas disputas societárias[39]. Para explicar esse fenômeno, os autores chamam atenção para o problema clássico do denominado risco moral ("*moral hazard*"), no qual o vendedor pode deixar de fazer esforços relevantes ou realizar investimentos ruins, sem que haja violação formal às declarações e garantias ou às obrigações previstas no contrato, já que, entre a assinatura e o fechamento da operação, o vendedor permanece na administração da sociedade-alvo, mas não suporta integralmente os efeitos econômicos de sua decisão, uma vez que o valor do ativo já está fixado.

Sem mecanismo contratual para lidar com a incerteza que permeia esse período, o vendedor fica em uma posição de vantagem em relação a cenários ruins que possam se desencadear, pois ainda que o ativo sofra uma deterioração, a parte poderá forçar o fechamento do negócio pelo preço original perante o adquirente. Na visão dos autores, essa vantagem pode servir de incentivo para que sejam feitos baixos investimentos na manutenção da sociedade-alvo e que o desempenho apresentado esteja abaixo do nível considerado ótimo. Com a cláusula MAC, retira-se a segurança absoluta do vendedor e confere-se ao adquirente o direito de sair da transação se houver uma alteração relevante, imputando-se ao vendedor parte do risco dos resultados ruins a fim de motivar a realização de investimentos antes do fechamento, tais como ajustes estratégicos, retenção de empregados-chave e preservação de

[39] GILSON, Ronald J.; SCHWARTZ, Alan. **Understanding MACs:** Moral hazard in acquisitions. Journal of Law, Economics and Organization, v. 21, n. 2, p. 16-17.

contratos relevantes, com o objetivo de manter o valor original da sociedade-alvo, nos termos originalmente precificados[40].

Ao explicar a função econômica da cláusula MAC, os autores afirmam que a MAC deve imputar os riscos exógenos ao adquirente, enquanto os riscos endógenos devem recair sobre o vendedor, o qual, em regra, permanece com a propriedade e o controle do ativo até que ocorra o fechamento da operação[41]. Já as exceções à cláusula MAC devem servir para tratar de eventos extraordinários que, ainda que venham a ocorrer, não servirão como porta de saída ao comprador, e funcionam para alocar, expressamente, quais riscos exógenos ficarão a cargo deste. A lógica é que, por ser mais diversificado, o adquirente possui capacidade superior para absorver e precificar esses riscos, em relação à capacidade do vendedor para suportar eventos fora de seu controle.

De forma semelhante, Stephen Choi e George Triantis[42] descrevem a cláusula MAC como um mecanismo que pode moldar o comportamento do vendedor, uma vez que este é incentivado a fazer investimentos de sinergia e manter o valor da sociedade-alvo antes do fechamento, a fim de evitar a deterioração do ativo e garantir o fechamento da operação. Esse incentivo, no âmbito das operações de M&A, tende a ser especialmente relevante porque o vendedor detém informações privilegiadas sobre o ativo e permanece em seu poder até a consumação do fechamento.

Robert Miller[43], porém, rejeita a visão de que a cláusula de mudança material adversa surgiria como uma resposta para o *moral hazard*, e compreende o mecanismo como um instrumento de alocação de riscos exógenos, ou macroeconômicos, e não como um instrumento desenhado para controlar o comportamento do vendedor. O autor alega que, para

---

40 Vide GILSON, Ronald J.; SCHWARTZ, Alan. **Understanding MACs:** Moral hazard in acquisitions. Journal of Law, Economics and Organization, v. 21, n. 2, p. 11: "If the seller's value at closing time, either to the buyer or to another acquirer, is above the bid price, the seller would either renegotiate the bid price or exit to accept a better offer. If the seller's ex post value were below the bid price, the seller in a contract without a MAC would make the original deal. The buyer thus would bear the full cost of low realizations but receive only part of the gain (or no gain) from high realizations. A seller functioning in this economic and legal environment has an incentive to offer a MAC to potential buyers. A broadly drafted MAC would increase a buyer's expected gain from an acquisition, and this would increase the likelihood that the seller would receive bids. Just as the seller would exit if its value turned out to be above the bid price, the buyer now would exit if the seller's value turned out to be below. Transaction costs would keep the seller in the deal if its value turned out to be slightly high and would keep the buyer in the deal if value turned out to be slightly low. When the standard acquisition agreement has a traditional MAC, the acquirer thus no longer commits to purchase the bottom half of a probability distribution, but instead only commits to purchase if the realized value is close to the negotiated price."

41 COSTA, Matheus Sprenger Neubauer da. **O estranho animal chamado cláusula MAC.** Revista Semestral de Direito Empresarial, Rio de Janeiro, v. 29, n. 2, jul./dez. 2021, p. 133.

42 CHOI, Albert; TRIANTIS, George. **Strategic vagueness in contract design:** the case of corporate acquisitions. The Yale Law Journal, New Haven, v. 119, n. 5, mar. 2010, p. 860.

43 MILLER, Robert T. **The Economics of Deal Risk:** Allocating Risk through MAC Clauses in Business Combination Agreements. William & Mary Law Review, n. 50, n. 6, 2009, p. 2068-2070.

lidar com o risco moral, bastariam obrigações operacionais, deveres fiduciários e cláusulas sobre manutenção do curso ordinário dos negócios[44]. Além disso, Robert Miller afirma que o argumento proposto por Ronald Gilson e Alan Schwartz[45] no sentido de que os riscos exógenos deveriam ser alocados ao comprador porque este seria o proprietário de longo prazo do negócio e, portanto, teria melhores incentivos para tomar medidas de proteção contra a materialização desses riscos, possui caráter circular.

Para Ronald Gilson e Alan Schwartz, o comprador seria o portador mais eficiente de riscos exógenos porque poderia capturar integralmente os ganhos das ações de mitigação realizadas após o fechamento, já que o vendedor, uma vez recebido o preço fixo, seria indiferente ao valor da nova empresa. Robert Miller, contudo, aponta que essa explicação confunde causa e efeito, uma vez que o comprador somente se torna o proprietário de longo prazo do negócio do vendedor afetado por uma mudança exógena porque a cláusula MAC aloca esse risco ao comprador. Assim, se a cláusula MAC alocasse os riscos exógenos ao vendedor, poder-se-ia argumentar, com a mesma lógica, que o vendedor seria o proprietário de longo prazo do seu próprio negócio afetado pelo evento MAC, razão pela qual estaria em melhor posição para adotar medidas de resposta a tais riscos, sendo ele, e não o comprador, o portador mais eficiente dos riscos exógenos. Para Robert Miller, o que se busca é uma razão independente da alocação de riscos na própria cláusula MAC para concluir que uma parte seria mais eficiente que a outra na absorção de determinado risco, justificativa esta que não é fornecida pela explicação de Gilson e Schwartz.

A controvérsia entre as abordagens revela uma tensão subjacente à compreensão da cláusula MAC. De um lado, Albert Choi e George Triantis, bem como Ronald Gilson e Alan Schwartz, sustentam que a cláusula pode operar como um mecanismo capaz de influenciar os incentivos e o comportamento das partes até que o fechamento ocorra. De outro, Robert Miller adverte que a MAC seria primordialmente um instrumento de alocação de riscos, e não um mecanismo desenhado para controlar o comportamento do vendedor. Embora não se pretenda, nesta dissertação, tratar da divergência entre as correntes, é possível reconhecer que, em contextos de incerteza, as escolhas contratuais podem produzir efeitos relevantes sobre a conduta das partes, cabendo à análise empírica avaliar em que medida tais efeitos se verificam nas operações concretas.

---

[44] MILLER, Robert T. **The Economics of Deal Risk:** Allocating Risk through MAC Clauses in Business Combination Agreements. William & Mary Law Review, n. 50, n. 6, 2009, p. 2088.
[45] MILLER, Robert T. **The Economics of Deal Risk:** Allocating Risk through MAC Clauses in Business Combination Agreements. William & Mary Law Review, n. 50, n. 6, 2009, p. 2009.

Ainda que a aplicação da cláusula MAC se concentre, em termos imediatos, nesse intervalo temporal, o mecanismo também exerce uma função interpretativa mais ampla ao revelar como as partes distribuíram entre si os riscos inerentes à execução do contrato. Por exemplo: a menção expressa à perda de um cliente da sociedade-alvo como um evento material adverso serve como indicativo sobre a relevância daquele cliente para a dinâmica da transação, podendo servir como baliza para a interpretação de obrigações de não-concorrência, entre outras.

Nesse contexto, o interesse primordialmente protegido é o do comprador, pois é ele quem tende a suportar os impactos mais relevantes decorrentes de uma alteração material adversa no ativo objeto da aquisição, o que justifica a previsão de um direito de desligamento caso determinados eventos supervenientes comprometam de forma significativa a base econômica da operação[46]. É precisamente nesse contexto de incerteza que se inserem as contribuições da teoria econômica sobre os fenômenos da racionalidade limitada, dos custos de transação e da incompletude contratual, as quais fornecem o substrato teórico necessário para compreender a função econômica das cláusulas MAC, conforme será analisado na seção seguinte.

1.3 O papel da racionalidade limitada, dos custos de transação e da incompletude contratual na lógica econômica da cláusula MAC

A presença de cláusulas voltadas à disciplina de eventos supervenientes em contratos de M&A surge como uma resposta racional a limitações inerentes à negociação e celebração de negócios jurídicos, sendo necessário recorrer aos fundamentos econômicos da contratação em contextos de incerteza para compreender por que as partes se utilizam de cláusulas como a MAC. Essa leitura econômica busca destacar um conjunto de fatores que contribuem para a compreensão da função desempenhada pela cláusula no desenho contratual, sem qualquer pretensão de oferecer explicação exaustiva do fenômeno.

No momento de uma contratação, especialmente no plano dos contratos de fechamento diferido, os agentes econômicos sabem que a realidade está sujeita a graves imprevisões e é altamente mutável[47], o que, aliado à racionalidade limitada, à assimetria

[46] SILVA, Jorge Cesa Ferreira da. **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. 389-390.

[47] MARTINS-COSTA, Judith; SILVA, Paula Costa e. **Crise e perturbações no cumprimento da prestação:** estudo de direito comparado luso-brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 44.

informacional existente entre as partes e à limitação dos custos de transação, torna impossível a elaboração de um contrato completo, que preveja todas as contingências futuras[48].

A racionalidade limitada é um conceito introduzido por Herbert Simon, que parte da premissa de que o sistema econômico é dinâmico, de modo que as ações dos agentes econômicos se modificam ao longo do tempo, bem como o próprio ambiente institucional no qual estão inseridos, razão pela qual, dada a incerteza quanto às condições que caracterizarão o ambiente econômico em momentos posteriores, a predição completa de eventos futuros torna-se inviável. Esse conceito funciona como uma lente analítica, sob a qual é possível compreender por que as partes recorrem a mecanismos contratuais flexíveis para lidar com cenários incertos. Para além da incerteza associada a eventos futuros, a noção de racionalidade limitada pressupõe, ainda, que os agentes não dispõem de capacidade cognitiva para obter e processar todas as informações relevantes à tomada de decisão, em decorrência da complexidade do sistema em que atuam. Assim, a racionalidade limitada diz respeito à incerteza estrutural e contempla, também, as limitações inerentes à capacidade de processamento dos agentes, o que inviabiliza a busca por decisões estritamente maximizadoras[49].

Os agentes econômicos, portanto, apesar de atuarem de forma racional[50], têm sua capacidade limitada em razão do tempo e do acesso à informação. Sobre esse tema, Paula Forgioni menciona os elucidativos comentários de Arthur Barrionuevo Filho feitos em

---

[48] Sobre o tema, vide BUTRUCE, Vitor Augusto José. **O design da ruptura dos contratos empresariais de prazo determinado**. Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019, p. 73-76: "Note-se que a acepção de incompletude contratual por vezes tem ligeiras distinções no vocabulário de economistas e juristas. Para os juristas, a incompletude de um contrato deriva da sua impossibilidade de descrever todas as obrigações de parte a parte e antever todos os cenários para contingências futuras, em razão das premências do tempo, das limitações da linguagem ou das inconveniências dos custos para obter as informações necessárias para tanto – donde derivam problemas relativos ao modo de preenchimento dessas lacunas na ausência de consenso. Na visão econômica, a incompletude do contrato vai além da inevitável existência de lacunas: preocupa-se com a incapacidade de se estabelecer de antemão o conjunto de obrigações mais eficiente possível para todo e qualquer cenário futuro. Isto é: se o conjunto de regras combinado entre as partes não for capaz de lhes antecipar o resultado ótimo para cada cenário vindouro, forçando-lhes a cumprir uma obrigação ineficiente ou a renegociar os termos do negócio, isso resulta numa contratação incompleta na visão econômica. (...) Essa conjunção de fatores conduz os agentes econômicos a buscar uma série de medidas para proteger suas posições; afinal, parte-se das premissas de que o planejamento das operações é necessariamente incompleto (por conta da racionalidade limitada); que os compromissos firmados de parte a parte podem se frustrar (em razão do oportunismo); e que a perspectiva de manutenção da relação é relevante (diante da especificidade dos investimentos). É nesse contexto que se concentra o foco da chamada economia dos custos de transação: "organizar as transações de modo a economizar num contexto de racionalidade limitada, ao mesmo tempo em que se protegem as transações dos perigos do oportunismo"."

[49] MELO, Tatiana Massaroli; FUCIDJI, José Ricardo. **Racionalidade limitada e a tomada de decisão em sistemas complexos**. Revista de Economia Política (São Paulo), v. 36, n. 3, 2016, p. 623.

[50] GEBRIM, Larissa Santiago. **Cláusulas de mudança adversa relevante na compra e venda de participação societária:** uma alternativa ao regime geral da alteração de circunstâncias? Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 24 ago. 2022, p. 31.

conferência realizada na cidade de São Paulo, a respeito do conceito de racionalidade limitada. Segundo o autor, pode-se inferir que os agentes econômicos, ao negociarem transações, visam alcançar uma solução de nível satisfatório em vez de uma solução ótima, visto que esta exige condições que frequentemente estão indisponíveis ou, caso estejam, os custos de transação necessários para sua concretização ultrapassariam os benefícios que dela poderiam advir[51].

A assimetria informacional, por sua vez, é caracterizada por uma desigualdade informacional natural existente entre os contratantes e trata-se de um elemento inerente ao processo de negociação, visto que nenhum dos agentes possui à sua disposição todas as informações de que gostaria para concluir a transação. Nos contratos de M&A de fechamento diferido, esse elemento ganha especial relevância no período intercalar, em que, apesar de as partes já terem fixado o preço do ativo, o vendedor permanece na condução da sociedade-alvo e assume uma figura que se assemelha à do depositário, sendo que, por deter poderes relacionados a voto em assembleia e fiscalização de administradores, por exemplo, pode exercer influência sobre a coisa a ponto de que esta, até o fechamento, perca o seu valor[52]. Isso demonstra a importância de alocar contratualmente os riscos específicos relacionados à condução das atividades da sociedade-alvo por parte do vendedor. A identificação dessa assimetria contribui para explicar a utilidade prática da MAC como mecanismo de mitigação de riscos informacionais, sem, contudo, esgotar as razões jurídicas e negociais que justificam sua adoção.

Os custos de transação, por sua vez, são um dos principais pontos analisados pelas partes ao decidir pela celebração de um contrato. Importa ressaltar que tais custos não se limitam a dispêndios monetários, abrangendo também o tempo e o esforço cognitivo necessários para planejar, negociar e redigir contratos que, em razão da racionalidade limitada dos agentes econômicos, serão inevitavelmente incompletos. Além disso, incluem-se nos custos de transação os riscos de erro judicial na avaliação de situações contratuais, especialmente diante de comportamentos oportunistas e assimetrias informacionais que dificultam a correta aferição das circunstâncias pelos tribunais. Os custos de transação são tradicionalmente distinguidos por Oliver Williamson em custos *ex ante* e *ex post*. Os custos *ex ante* referem-se àqueles incorridos durante a negociação e a elaboração do contrato, podendo

---

[51] FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais:** Teoria Geral e Aplicação. 4. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p. 155.

[52] Vide GEBRIM, Larissa Santiago. **Cláusulas de mudança adversa relevante na compra e venda de participação societária:** uma alternativa ao regime geral da alteração de circunstâncias? Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 24 ago. 2022, p. 54-55.

envolver, por exemplo, os valores despendidos com a contratação de advogados e consultores para a estruturação do documento e assessoria na negociação. Tais custos tendem a ser mais elevados quando as partes conseguem antever possíveis contingências e, por essa razão, optam por investir em uma estrutura contratual mais sofisticada, capaz de disciplinar previamente as consequências desses eventos. Já os custos *ex post* são aqueles que surgem após a celebração do contrato, no curso de sua execução, como aqueles relacionados a litígios, renegociações e produção de provas em situações de litígio[53]. Assim, no momento da negociação caberá aos agentes econômicos ponderar os custos que pretendem suportar visando a máxima eficiência daquele contrato, sendo que, quanto maior a complexidade deste, maiores tendem a ser os custos *ex ante*, ao passo que contratos menos detalhados e, portanto, com nível de complexidade atenuado, podem reduzir os custos iniciais, mas elevar os custos *ex post* diante da ocorrência de um fato superveniente.

Diante desses fundamentos econômicos, embora não seja possível eliminar as limitações decorrentes da racionalidade, da assimetria informacional e das restrições impostas pelos custos de transação, os riscos inerentes à operação podem ser administrados por meio de mecanismos contratuais voltados à sua alocação[54], com o objetivo de alinhar os incentivos das partes e disciplinar a ocorrência de fatos supervenientes relevantes ao equilíbrio do negócio. Nessa perspectiva, a cláusula MAC pode ser compreendida como uma das respostas possíveis à incompletude contratual estrutural das operações de fechamento diferido. Aplicada aos contratos de M&A, a cláusula MAC emerge como resposta à impossibilidade estrutural de antecipação completa dos eventos futuros que possam afetar a sociedade-alvo no intervalo entre a assinatura e o fechamento, servindo como instrumento de alocação dinâmica de riscos que incorpora, de forma consciente, os limites cognitivos e informacionais dos contratantes no momento da celebração do negócio.

Essa compreensão prepara o terreno para a análise da origem da cláusula MAC na *common law*, onde o instituto surgiu como reação contratual às restrições da doutrina da frustração do fim contratual e ao rigor da força obrigatória dos contratos, deslocando para a autonomia privada a definição do que será considerado evento material adverso para fins de exercício do direito de resilição do negócio, bem como outras finalidades não detalhadas nesta pesquisa, como de renegociação ou indenizatória. Em outras palavras, os limites econômicos

---

[53] WILLIAMSON, Oliver. **The economic institutions of capitalism:** firms, markets and relational contracting. Nova Iorque: The Free Press, 1985, p. 20.

[54] GEBRIM, Larissa Santiago. **Cláusulas de mudança adversa relevante na compra e venda de participação societária:** uma alternativa ao regime geral da alteração de circunstâncias? Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 24 ago. 2022, p. 55.

da contratação explicam por que a prática anglo-americana passou a positivar, no próprio contrato, critérios de materialidade e exceções, conferindo maior previsibilidade ao gatilho de resilição que os tribunais antes aplicavam de modo estrito, com base na doutrina da frustração do fim contratual, traduzindo uma decisão tomada pelas partes no sentido de disciplinar, *ex ante*, a distribuição dos riscos do período intercalar, deslocando para a estrutura contratual negociada a definição sobre qual será o cerne de eventual controvérsia.

1.4 **Origem da cláusula MAC no direito da *common law***

O direito contratual possui como um de seus pilares fundamentais o princípio da força obrigatória dos contratos, tradicionalmente conhecido pela expressão latina *pacta sunt servanda*, segundo o qual os contratos devem ser cumpridos na forma como foram pactuados, a fim de conferir previsibilidade e estabilidade às relações jurídicas[55]. Tal pilar está diretamente relacionado ao princípio da autonomia privada, que garante aos agentes a liberdade de contratar e de não contratar, com quem quiser e nos termos que assim desejar. No contexto das relações empresariais, em que os contratos representam instrumentos essenciais de organização e coordenação das atividades econômicas, a preservação da força obrigatória é fundamental para a segurança jurídica, pois a obrigatoriedade dos contratos é o que permite coibir o descumprimento contratual e desestimular comportamentos oportunistas das partes, conferindo a confiança necessária aos agentes econômicos para a assunção de riscos e a realização de investimentos, favorecendo a circulação de riquezas e a segurança das transações econômicas[56].

Assim, uma parte que não cumpre com a prestação que assumiu torna-se responsável pelo inadimplemento, sendo tal responsabilidade o que torna o contrato exigível, diferenciando-o de uma mera expectativa de direito. No entanto, ao longo do tempo, foram surgindo diversas exceções à regra do *pacta sunt servanda*[57], dentre elas a doutrina da frustração do fim contratual, que isenta uma das partes de cumprir com sua obrigação, ou de pagar indenização pelo inadimplemento, diante da ocorrência de eventos ou mudanças

---

[55] SCHWARTZ, Andrew A. **A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause.** Universidade da Califórnia em Los Angeles Law Review, v. 57, 2010, p. 800.
[56] FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais:** Teoria Geral e Aplicação. 4. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p. 109.
[57] SCHWARTZ, Andrew A. **Frustration, the MAC Clause, and COVID-19.** UC Davis Law Review, Davis, v. 55, 2022, p. 1781.

circunstanciais que tornem sem valor a contraprestação da parte adversa[58]. Essa resposta teórica tem por objetivo isentar a parte prejudicada de cumprir com as obrigações assumidas, quando o objeto daquele contrato tiver seu valor destruído em razão de um evento inesperado ocorrido durante seu período de execução que prejudicar, de forma substancial, a finalidade daquele contrato. Quando um evento inesperado ocorrido durante o período de execução do contrato frustrar total ou substancialmente o objetivo principal detido por uma das partes no momento de sua celebração, a doutrina da frustração fornece fundamentos para que a parte prejudicada possa sair do contrato.

Essa teoria foi reconhecida, pela primeira vez, no caso inglês *Krell vs. Henry*[59], no qual uma grande procissão comemorativa da coroação do rei Eduardo VII havia sido planejada para os dias 26 e 27 de junho de 1902, programada para passar por uma famosa avenida de Londres, localizada a poucos quarteirões do Palácio de Buckingham. Em razão deste evento, o Sr. Krell, proprietário de um apartamento com vista para o trajeto da procissão de coroação, alugou seu apartamento para o Sr. Henry mediante pagamento de sinal de um terço do valor total da locação. No entanto, poucos dias antes da coroação, o futuro rei adoeceu e o evento foi adiado indefinidamente, razão pela qual o locatário recusou-se a pagar o valor remanescente da locação, o que levou o Sr. Krell a processá-lo por inadimplemento contratual[60].

Ao decidir o caso, a *Court of Appeal* da Inglaterra entendeu que, como o imóvel fora locado com o objetivo específico de assistir à procissão de coroação, o cancelamento do evento frustrou o fundamento do contrato, isentando o Sr. Henry do pagamento do aluguel[61].

Em seus argumentos, a corte cotejou a controvérsia com o precedente *Taylor vs. Caldwell*[62], no qual se reconheceu que, quando a própria natureza do contrato revela a necessidade de subsistência de determinada condição ou circunstância para seu cumprimento e não há previsão contratual a respeito, há uma condição implícita de que, se a prestação se tornar impossível em razão do perecimento do objeto sem culpa do contratante, as partes

---

[58] SCHWARTZ, Andrew A. **A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause.** Universidade da Califórnia em Los Angeles Law Review, v. 57, 2010, p. 821.
[59] SCHWARTZ, Andrew A. **Frustration, the MAC Clause, and COVID-19.** UC Davis Law Review, Davis, v. 55, 2022, p. 1783.
[60] Krell v. Henry. [1903] 2 K.B. 740, [1903] 8 WLUK 20.
[61] SCHWARTZ, Andrew A. **A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause.** Universidade da Califórnia em Los Angeles Law Review, v. 57, 2010, p. 802-803.
[62] O caso *Taylor vs. Caldwell* teve por objeto determinar se a destruição de estabelecimento em razão de incêndio ocorrido sem culpa das partes, frustrava o contrato de locação celebrado e, portanto, eximia ambas as partes de suas obrigações. Vide: **TAYLOR V. CALDWELL**, 122 E.R. 309. Disponível em: <https://www.trans-lex.org/302915>. Acesso em: 10 jan. 2026.

ficam dispensadas do adimplemento. Contudo, em *Krell vs. Henry* havia dúvida acerca da extensão desse princípio. O tribunal pontuou que, no precedente *Nickoll v. Ashton,* demonstrou-se que o direito inglês aplica tal fundamento quando a execução se torna impossível pela extinção da coisa objeto do contrato e, também, quando o acontecimento impeditivo consiste na cessação ou inexistência de uma condição ou estado de coisas essencial, que vai à raiz do contrato. A procissão de coroação, no caso *Krell vs. Herny*, constituía o próprio fundamento do negócio, motivo pelo qual seu cancelamento tornou a execução do contrato impossível em seu propósito. Ademais, a não realização da procissão não foi um evento suposto pelas partes no momento da celebração do contrato, motivo pelo qual os contratantes não podem ficar vinculados a termos gerais que não previram a ocorrência do fato extraordinário superveniente[63].

Diante do precedente, convencionou-se dizer que, para caracterizar a frustração do fim contratual, restou estabelecida a necessidade de estarem presentes, de forma cumulativa, os seguintes requisitos: (1) frustração do principal fim que motivou a celebração do contrato, (2) total ou substancial, (3) diante da verificação de um evento extraordinário e (4) exógeno. A ideia era restringir a aplicação dessa teoria, uma vez que os contratos se regem pelo princípio da força obrigatória e, portanto, não faz sentido conferir às partes o direito de se eximir do cumprimento das obrigações contratualmente assumidas unicamente porque os eventos não saíram conforme o esperado se mostra contrário à força obrigatória que rege essas relações[64]. Nesse contexto, para que lhe seja conferido o direito de resilição contratual, a parte prejudicada deve demonstrar que o principal propósito pelo qual aquele contrato foi celebrado restou frustrado total ou substancialmente.

Para isso, não basta demonstrar que aquele fato teria influenciado na tomada de decisão a ponto de que a negociação não seguisse adiante, sendo necessário comprovar que, diante da frustração ocorrida, o contrato deixa de fazer sentido. No caso *Krell vs. Henry,* o propósito do contrato era alugar o imóvel com a finalidade de assistir à procissão de coroação do rei Eduardo VII, que foi frustrado diante do adiamento indefinido da cerimônia. Transportando o tema para contratos de M&A cujo propósito seja a tomada de controle da sociedade-alvo pela compradora, não havendo, por exemplo, a concessão de autorização regulatória, a operação se torna impossível do ponto de vista prático, e a contraprestação deixa de fazer sentido.

---

[63] Krell v. Henry. [1903] 2 K.B. 740, [1903] 8 WLUK 20.

[64] SCHWARTZ, Andrew A. **A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause**. Universidade da Califórnia em Los Angeles Law Review, v. 57, 2010, p. 804.

Já de acordo com o segundo elemento da doutrina da frustração, a parte prejudicada deve demonstrar que houve a frustração desse seu objetivo contratual, que a alteração das circunstâncias destruiu, total ou substancialmente, o valor da contrapartida. Em casos norte-americanos da era da Lei Seca[65] envolvendo o aluguel de salões, quando o arrendamento contemplava autorização exclusiva para a venda de bebidas alcoólicas, o locatário era dispensado do cumprimento do contrato em razão da frustração do arrendamento decorrente das restrições legais supervenientes à celebração do negócio jurídico. Já quando o contrato contemplava outras atividades, como, por exemplo, a venda de cigarros e alimentos, o que se verificava na maior parte dos casos era que, apesar da mudança nas circunstâncias, as partes que invocavam a doutrina da frustração quase sempre perdiam[66].

Além disso, o evento ocorrido deve ser extraordinário, isto é, deve-se estar diante da ocorrência de uma circunstância que torne a atuação da outra parte tão diferente do que era razoavelmente esperado que altera a própria natureza essencial daquele negócio jurídico. No caso *Krell vs. Henry*, por exemplo, o cancelamento da procissão foi um fato extraordinário que alterou as circunstâncias de modo que o imóvel locado passou a não ter qualquer finalidade para o locatário. Em uma operação de compra e venda, por sua vez, é difícil dizer com precisão o que é necessário para que um evento seja caracterizado como extraordinário, motivo pelo qual as partes costumam tratar essa questão por meio da cláusula MAC, a fim de que não haja discussão acerca da natureza de determinados fatos, mas tão somente de sua ocorrência.

Por fim, é necessário que o fato superveniente seja exógeno, isto é, que a sua ocorrência não tenha qualquer relação com ato praticado pela parte à qual foi conferido o direito de resilição. O evento será exógeno quando sua causa se situar fora da estrutura organizacional, da esfera decisória e da atividade econômica típica dessa parte, de modo que sua concretização não poderia ser razoavelmente evitada, controlada ou antecipada por meio de diligência ordinária[67]. A exigência de exterioridade busca impedir que a parte invoque a frustração contratual para se exonerar de consequências derivadas de sua própria conduta, de deficiências operacionais ou de riscos inerentes ao negócio por ela assumidos.

---

[65] A Lei Seca nos Estados Unidos (1920-1933) foi a proibição nacional de fabricar, vender e transportar bebidas alcoólicas. Sobre o tema, vide: SILVA, Tiago Gomes da. **Lei seca, institucionalismo e federalismo**. *In:* SIMPÓSIO NACIONAL DE HISTÓRIA, 42., 2011, São Paulo. Anais do 42º Simpósio Nacional de História. São Paulo: ANPUH, 2011.

[66] SCHWARTZ, Andrew A. **A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause.** Universidade da Califórnia em Los Angeles Law Review, v. 57, 2010, p. 807.

[67] SCHWARTZ, Andrew A. **A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause.** Universidade da Califórnia em Los Angeles Law Review, v. 57, 2010, p. 832.

Em razão da dificuldade de aplicação da doutrina da frustração do fim contratual, diante da necessidade da demonstração dos quatro requisitos mencionados acima, surge a necessidade de criação de mecanismos que permitam à parte prejudicada encerrar o vínculo quando um fato superveniente frustra a finalidade do contrato, tornando desprovido de sentido o seu cumprimento. Nesse contexto, a cláusula MAC se apresenta como mecanismo autônomo aplicado aos contratos de M&A que confere ao comprador o direito de resilição diante da ocorrência de evento adverso definido pelas partes, no âmbito do contrato, como substancial, sem que a parte prejudicada tenha que comprovar a existência de todos os requisitos exigidos pela doutrina da frustração[68].

A cláusula MAC, portanto, oferece às partes uma forma mais flexível de tratar o tema. Quanto ao propósito principal do contrato, é possível prever, geralmente nas considerações preliminares incluídas nos "considerandos", quais são os objetivos centrais daquela transação, estabelecendo que a frustração de qualquer destes objetivos caracterizará a ocorrência de uma mudança material adversa. No que se refere à demonstração de que o propósito foi total ou substancialmente frustrado, é possível fixar premissas quantitativas negociadas[69], como redução de valor de mercado ou do valor de disponibilidades de caixa em valores pré-determinados, que poderão ser considerados materialmente adversos, nos termos negociados entre as partes. A materialidade do evento, na cláusula MAC, pode ser definida mediante declaração expressa das circunstâncias assim reputadas e que, portanto, conferirão ao comprador o direito de resilição, podendo as partes descrever expressamente quais efeitos são esperados do fato superveniente, ao invés de deixar a questão em aberto e sujeita a discussões futuras.

Assim, para a aplicação da cláusula MAC, é necessária a ocorrência de um efeito material adverso que justifique a aplicação do mecanismo de desligamento em favor do comprador. Nesse sentido, é importante compreender o conceito de materialidade, isto é, qual

---

[68] SCHWARTZ, Andrew A. **Frustration, the MAC Clause, and COVID-19.** UC Davis Law Review, Davis, v. 55, 2022, p. 1819: "Using this relationship between contract doctrines and standard clause analogs, I concluded that the MAC clause is a standard clause analog to the Frustration doctrine by allowing parties to adjust the elements and standards of that rule. (...) Most importantly, the MAC clause should be understood as relaxing the second element of the Frustration doctrine. Rather than requiring an acquirer to demonstrate total or near-total destruction of the value of the target,262 which is nearly impossible in practice, the MAC clause should be read as lowering this bar to a more achievable level. A "material" diminishment of the value of the target should suffice under a typical MAC clause (although it would not under the Frustration doctrine)."

[69] Como será desenvolvido no Capítulo 2, embora a adoção de parâmetros quantitativos possa, em determinadas situações, reduzir a margem de incerteza interpretativa e os custos esperados de litígio, a utilização de cláusulas deliberadamente vagas pode desempenhar uma função estratégica relevante ao operar como mecanismo de triagem e sinalização em contextos de assimetria informacional, bem como ao influenciar incentivos de comportamento e decisões de litigar ou renegociar. Nesse sentido, a vagueza pode ser eficiente não apenas por economizar custos ex ante de negociação, mas também por estruturar de forma mais eficiente os riscos ex post.

a relevância dos fatos ocorridos e quais as circunstâncias negociais que deram origem à transação.

A esse respeito, pontua-se que a expressão "material" surgiu como uma solução ao problema restritivo da doutrina da frustração do fim do contrato, a qual exige a ocorrência de alterações que conduzam a uma perda total ou substancial do valor da sociedade-alvo, ou uma total impossibilidade de manutenção das condições negociais[70]. No entanto, registre-se que a tradução do termo "material" para a língua portuguesa não detém o mesmo significado atribuído pela língua inglesa à expressão original, razão pela qual entende-se que a materialidade se refere à substancialidade[71] do evento ocorrido[72], de modo que as expressões "material" e "substancial" serão tratadas como sinônimos ao longo desta dissertação, quando aplicadas a mudanças ou efeitos adversos.

Diante do que foi exposto, percebe-se que a cláusula MAC emerge, no âmbito do direito da *common law*, como resposta contratual às limitações estruturais da doutrina da frustração, permitindo às partes lidar com riscos supervenientes de forma mais calibrada e personalizada, sem comprometer a lógica da força obrigatória dos contratos. Ao deslocar para o plano negocial a definição do que será considerado uma mudança material adversa, a cláusula reduz o espaço de incerteza inerente à aplicação de tal doutrina, que dependeria da demonstração inequívoca de seus quatro elementos e ficaria sujeita à interpretação do julgador, fato este que traz insegurança jurídica às partes. Ainda assim, a aparente flexibilidade conferida pela autonomia privada não eliminou as controvérsias quanto ao grau de materialidade exigido para justificar o exercício do direito de resilição garantido pela MAC, controvérsias essas que passaram a ser enfrentadas, de modo sistemático, pela jurisprudência norte-americana.

1.5 **Desenvolvimento jurisprudencial da cláusula MAC nas cortes norte-americanas**

---

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

[71] Definição de substancial, de acordo com o Dicionário da Língua Portuguesa da Academia Brasileira de Letras: "subs-tan-ci-al: substantivo masculino. (...) 2. Aquilo que é mais importante, fundamental ou de maior valor.". DLP. "substancial". Academia Brasileira de Letras. Disponível em: <https://servbib.academia.org.br/dlp/verbete.xhtml?entrada=substancial>. Acesso em: 11 jan. 2026.

[72] Vide OLIVEIRA E SÁ, Fernando. **Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas**. *In:* Direito e Justiça, vol. Especial, 2012, p. 439: "Originalmente, a expressão material surge como uma resposta à restritiva doutrina norte‑americana da frustration, que exige que qualquer alteração das circunstâncias conduza a uma perda "total" ou "completa" do valor da empresa ou a uma total impossibilidade de manutenção das condições do negócio."

Ao longo de décadas, as cortes norte-americanas foram chamadas a decidir controvérsias envolvendo a caracterização de MAC, o que permitiu a construção de padrões jurisprudenciais relativamente quanto ao grau, à duração e à relevância econômica das alterações aptas a justificar o exercício do desligamento por parte do comprador. A análise da jurisprudência norte-americana acerca da cláusula MAC assume relevância como referência funcional e parâmetro interpretativo para a compreensão dos critérios de materialidade e dos limites de aplicação desse mecanismo contratual, e sua investigação mostra-se relevante para compreender o problema jurídico que motivou sua consolidação e a função que passou a desempenhar como instrumento de alocação privada de riscos em contratos de execução diferida.

A compreensão desse percurso histórico é particularmente relevante para o presente estudo, pois permite identificar que a cláusula MAC emerge, no contexto norte-americano, como resposta contratual aos mecanismos legais de flexibilização da força obrigatória dos contratos, fenômeno que, embora em moldes distintos, apresenta paralelos relevantes com a realidade brasileira. Nesse sentido, a jurisprudência norte-americana oferece subsídios analíticos valiosos para a reflexão sobre a cláusula no contexto brasileiro, sem afastar a necessidade de uma avaliação crítica de sua compatibilidade com os pressupostos dogmáticos e estruturais do ordenamento jurídico pátrio.

A partir da consolidação da cláusula MAC como instrumento contratual recorrente nas operações de compra e venda de participação societária, coube à jurisprudência norte-americana desempenhar papel decisivo na definição de seus contornos. Embora concebida como mecanismo de alocação de riscos pactuado pelas partes, a efetividade da cláusula passou a depender, em última instância, da interpretação judicial acerca do que constitui mudança material adversa apta a conferir ao comprador o direito de resilição. Nesse contexto, os tribunais foram progressivamente provocados a equilibrar a autonomia privada com a necessidade de preservar a estabilidade das transações, desenvolvendo critérios interpretativos para a aplicação da cláusula MAC.

O primeiro caso que merece análise é o IBP Inc. v. Tyson Foods Inc., datado de 2001. Na ocasião, a Tyson Foods pleiteava o encerramento do *merger agreement* celebrado com a IBP, com base no fundamento de que esta teria sofrido alteração material adversa em razão do declínio de performance sofrido no último trimestre do ano 2000 e no primeiro trimestre de 2001, além da constatação de irregularidades contábeis em uma de suas subsidiárias – o que, na sua visão, justificaria sua recusa a fechar a operação. A *Court Of Chancery Of The State Of*

Delaware entendeu que, se uma das partes possui conhecimento acerca de determinado risco e não o trata no contrato, a corte pode inferir que tal risco não foi classificado como relevante para o adquirente. Assim, tendo em vista que os resultados da IBP estavam sujeitos a variações de indicadores financeiros anuais e resultados líquidos, para ser considerado um gatilho da MAC, a alteração desses parâmetros deveria ter sido tratada no âmbito do contrato. Além disso, os julgadores entenderam que uma alteração adversa é material quando ameaçar substancialmente o potencial de ganhos global da sociedade-alvo de uma forma significativa em termos de duração, o que se poderia pensar que seria medido em anos, e não em meses. Ao final, foi determinado aos compradores que seguissem com o fechamento da operação mediante pagamento do preço previamente estabelecido entre as partes, o que, na prática, poderia ter sido evitado se a redação do contrato tivesse previsto o grau de variação da performance financeira a ser considerado substancial para fins de aplicação da MAC[73], ou estabelecido critério temporal para a duração dos eventos.

Alguns anos depois, em 2007, no litígio Genesco Inc. v. The Finish Line, Inc.[74], no qual a Finish Line assinou contrato de aquisição da Genesco mediante financiamento provido pelos bancos UBS Securities LLC e UBS Loan Finance LLC, o adquirente e a financiadora se recusaram a seguir com o fechamento da operação, motivando a Genesco a ingressar com a demanda a fim de obter ordem judicial de cumprimento específico. Em sua defesa, os réus sustentaram a ocorrência de uma MAC em razão da queda acentuada de resultados da vendedora e tentaram se eximir da obrigação do fechamento. Nesse caso, a cláusula de MAC continha disposições ("*carve-outs*") que excluíam do conceito de MAC mudanças em condições econômicas gerais, desde que não afetassem a Genesco de forma materialmente desproporcional em relação a participantes semelhantes do setor. Em análise às provas apresentadas, a *Chancery Court for the State of Tennessee* concluiu que a queda de desempenho em 2007 decorreu de condições macroeconômicas e que o efeito não foi desproporcional frente aos pares da Genesco, de modo que o fato se enquadrava na exceção aplicável, sendo rejeitada a tese dos réus. A corte também reconheceu o declínio econômico havido em 2007, mas afastou alegações de fraude, entendendo que a Genesco não ocultou dolosamente informações e que, mesmo ciente de quedas anteriores, a Finish Line optou por

---

[73] ZANELATTO, Natália 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. São Paulo, v. 182/183, ago; 2021/jul 2022, p. 440.

[74] Complaint for Specific Performance of Obligations Under Agreement and Plan of Merger. **GENESCO, INC. v. THE FINISH LINE, INC**., et.al, Tennessee Chancery Court, n. 07-2137-11, 21 set. 2007.

seguir adiante sem estipular métricas de indicadores financeiros como condição de fechamento, o que poderia ter sido negociado e não o foi.

Já em 2008, a *Court of Chancery of Delaware* se deparou com o caso Hexion Specialty Chemicals, Inc. v. Huntsman Corp.[75], no qual a adquirente, Hexion, suscitou a ocorrência de uma MAC em razão de a sociedade-alvo não ter atingido as projeções financeiras apresentadas. Dentre os principais argumentos utilizados pela corte para entender que não houve ocorrência de mudança material adversa, destaca-se (1) o ônus da prova desse fato, que recai sobre o adquirente, visto que é este quem está alegando evento capaz de alterar as circunstâncias que deram origem àquela transação, (2) o período da alteração materialmente adversa, que deve ser medido em anos, e não em meses, (3) a não inclusão, na seção de declarações e garantias, de previsão em que o vendedor se comprometia a cumprir as projeções apresentadas, e (4) o entendimento de que a comparação dos resultados financeiros deveria ser medida em comparação ao mesmo período do ano anterior, e não em períodos distintos, como pretendia a Hexion. Além disso, levou-se em consideração o fato de que a adquirente sabia dos riscos do contrato e decidiu por sua celebração de forma rápida, em termos relativamente amigáveis ao vendedor ("*seller-friendly*"). Ao final, o tribunal entendeu que a alteração ocorrida na sociedade-alvo não constituía MAC e que a adquirente não poderia resilir o contrato com base na referida cláusula, sob pena de violar a alocação de riscos manifestada pelas partes na transação[76].

No ano de 2018, foi reconhecida a ocorrência de uma MAC nos tribunais norte-americanos, no caso Akorn Inc. v. Frenesius Kabi AG. Em abril de 2017, Frenesius, empresa alemã do setor farmacêutico, firmou contrato de compra e venda visando à aquisição da Akorn, empresa americana do mesmo setor. No segundo trimestre de 2017, os resultados da sociedade-alvo caíram substancialmente, sendo que, no último trimestre do mesmo ano, a adquirente recebeu uma carta anônima que denunciava problemas regulatórios alarmantes no desenvolvimento de produtos pela Akorn, o que culminou numa investigação conduzida pela Frenesius que comprovou tal violação. Também após a celebração do contrato, a Akorn (1) cancelou as auditorias regulares e implementou auditorias pontuais, (2) instruiu a equipe de tecnologia da informação a não investir recursos em projetos de integridade de dados, (3) enviou dados falsos à *Food and Drug Administration* (FDA), agência federal dos EUA

[75] **HEXION SPECIALTY CHEMICALS, INC. V. HUNTSMAN CORP**. Court of Chancery of Delaware, C.A. No. 3841–VCL., 29 set., 2008.
[76] ZANELATTO, Natália 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. São Paulo, v. 182/183, ago; 2021/jul 2022, p. 138-140.

responsável por proteger a saúde pública, e (4) não respondeu de forma satisfatória às denúncias anônimas recebidas pela Frenesius. Em razão disso, a Frenesius se recusou a seguir com o fechamento da operação, o que levou a Akorn a ingressar com ação perante a *Court Of Chancery Of Delaware*, na qual pleiteou o fechamento forçado da operação. Em análise aos elementos concretos, tendo em vista que a vendedora declarou e garantiu que as informações prestadas à adquirente eram verdadeiras e corretas, sob pena de ensejar alteração material adversa, e que as questões regulatórias pendentes só poderiam ser resolvidas em um período de três a quatro anos, mediante incidência de custos na importância de 20% do valor da sociedade-alvo antes da aquisição[77], a situação resultou na aplicação, pela corte, de uma MAC, garantindo à Frenesius o direito de encerrar o contrato de aquisição com fundamento na superveniência de mudança material adversa[78].

Ainda no âmbito de disputas marcantes havidas nos EUA sobre a aplicação da cláusula MAC, merece destaque o caso envolvendo a aquisição da Tiffany & Co. pela LVMH Moët Hennessy-Louis Vuitton SE, cujo contrato de fechamento diferido foi celebrado em 24 de novembro de 2019[79]. No entanto, no período compreendido entre a assinatura e o fechamento da operação, eclodiu a pandemia causada pela Covid-19, que levou a Louis Vuitton a alegar a ocorrência de efeito material adverso e exigir o encerramento do contrato sem a aplicação de qualquer penalidade. Em razão disso, em 9 de setembro de 2020, a Tiffany ingressou com pedido perante a Corte de Delaware com o objetivo de impelir a Louis Vuitton a cumprir com as obrigações contratuais assumidas e prosseguir com o fechamento da transação, sob justificativa de que as condições econômicas gerais foram expressamente excluídas da definição de evento material adverso, exceto na hipótese de terem causado impacto desproporcional à Tiffany, em comparação com os setores e regiões em que esta operava[80]. Após crescente tensão e publicidade do caso, as partes celebraram acordo em 28 de

---

[77] PIRES, Catarina Monteiro. **Cláusulas de preço fixo, de ajustamento de preço e de alteração material adversa ("MAC") e cláusulas de força maior:** revisitando problemas de riscos de desequilíbrio e de maiores despesas em tempos virulentos. Revista da Ordem dos Advogados. Lisboa, v. 80, n. 1-2, jan./jun. 2020, p. 86.

[78] THEILKUHL, Daniel Ugo Rivera. **A cláusula MAC como mecanismo contratual para a gestão dos riscos decorrentes do desequilíbrio superveniente em operações de M&A.** Dissertação (Mestrado Profissional em Direito Civil Contemporâneo e Prática Jurídica) – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 19 mai. 2023, p. 27; e ZANELATTO, Natália 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. São Paulo, v. 182/183, ago; 2021/jul 2022, p. 141-144.

[79] Agreement and Plan of Merger celebrado entre **TIFFANY & CO., LVMH MOËT HENNESSY-LOUIS VUITTON SE** [et al.] em 24 de novembro de 2019.

[80] **TIFFANY & CO.** [Plaintiff], v. **LVMH MOË T HENNESSY-LOUIS VUITTON SE** [et al.] [Defendants], N. 2020-07068 (Del. Ch.). Disponível em: https://www.courthousenews.com/wp-content/uploads/2020/09/Tiffany-LVMH-suit.pdf. Acesso em: 19 fev. 2026.

outubro de 2020, oportunidade na qual a Louis Vuitton comprometeu-se a seguir com o fechamento do negócio, mediante redução do preço de aquisição e encerramento da disputa judicial em curso[81]. Embora o caso não tenha sido julgado pela Corte de Delaware, pode-se inferir que a incerteza quanto ao enquadramento da pandemia como evento material adverso potencializou o ambiente para a renegociação contratual, o que culminou em um acordo que beneficiou a adquirente com desconto substancial no preço da operação. Esse desfecho evidencia que, mesmo quando a cláusula MAC não é judicialmente reconhecida com sucesso para fins de resilição contratual, sua presença pode exercer relevante função estratégica, influenciando o comportamento das partes e criando incentivos para a renegociação dos termos originalmente pactuados em contextos de elevada incerteza e perturbação das circunstâncias negociais.

Com isso, nota-se que a construção interpretativa da cláusula MAC é razoavelmente recente e a reconstrução desse percurso evidencia que, no direito norte-americano, a tarefa do adquirente para desvincular-se da operação não é simples, mesmo diante da cláusula MAC, e que, diante disso, o resultado de eventuais disputas a respeito do tema varia de acordo com o impacto de longo prazo havido na sociedade-alvo e com o grau de detalhamento da alocação de riscos relacionados à sua deterioração econômica no período intercalar.

Diante disso, é importante notar que o conteúdo da cláusula MAC não decorre de um modelo rígido ou uniforme, mas de escolhas deliberadas realizadas pelas partes no exercício da autonomia privada. Essas escolhas refletem diferentes graus de aversão ao risco e estratégias distintas de enfrentamento da incerteza, da assimetria informacional e dos custos de transação. É a partir dessa constatação que se justifica o deslocamento da análise para a prática contratual, a fim de verificar de que maneira a cláusula MAC costuma ser apresentada nas operações.

1.6 **Estrutura da cláusula MAC e a delimitação do direito de desligamento: inclusões e exceções (“*carve-outs*”)**

Para permitir o avanço deste estudo, é importante proceder à análise da estrutura redacional comumente vista nas cláusulas MAC, com especial atenção às cláusulas de

[81] CNN BRASIL. **LVMH consegue desconto de US$ 400 mi no acordo com a Tiffany após disputa legal.** CNN Brasil, 30 de outubro de 2020. Disponível em: https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/lvmh-consegue-desconto-de-us-400-mi-no-acordo-com-a-tiffany-apos-disputa-legal/. Acesso em: 19 fev. 2026.

inclusão e às exceções ("*carve-outs*"), que desempenham papel central na alocação contratual de riscos.

Com base no que se viu da experiência jurisprudencial norte-americana, é possível inferir que a efetividade da MAC como mecanismo de alocação de risco contratual depende das técnicas empregadas em sua construção, que geralmente combinam conceitos abertos e delimitações específicas de risco. Sua estrutura também costuma definir o conceito de materialidade, isto é, quais situações devem ser consideradas substancialmente adversas para fins de conferir ao comprador o direito de resilição, e pode identificar os eventos e circunstâncias potencialmente aptos a caracterizá-la ou excluir expressamente determinados riscos do seu âmbito de aplicação.

O critério de materialidade decorre da autonomia privada das partes, que podem estipular parâmetros objetivos e limites mínimos para aferir a relevância de determinadas situações – como, por exemplo, considerar mudança adversa relevante a queda de 50% do faturamento da sociedade-alvo em relação ao valor originalmente projetado. Não obstante a possibilidade de surgirem dificuldades relacionadas à avaliação econômica das alterações experimentadas, a fim de evitar litígios longos e complexos, as partes podem antecipar de que forma tal avaliação deve ocorrer[82]. Isso não afasta, contudo, a possibilidade de que as partes optem, de maneira consciente e estratégica, pela adoção de cláusulas vagas ou padrões abertos, as quais podem desempenhar função relevante no desenho contratual ao influenciar incentivos de comportamento e as decisões das partes de litigar, renegociar ou cumprir o contrato, aspecto que será explorado de forma detalhada no capítulo 2.

Para compreender o instituto, é importante distinguir a cláusula MAC genérica da cláusula MAC específica[83]. Na primeira, as disposições que tratam de mudança material adversa são genéricas e abertas, o que deixa poucos indícios ao intérprete sobre qual era o entendimento das partes, no momento da celebração do contrato, acerca dos eventos a serem contemplados pela MAC. Já na cláusula específica, a previsão genérica é acompanhada por outros elementos que limitam sua definição ou extensão, tal como a previsão expressa dos fatos que serão considerados mudança material adversa, as chamadas inclusões (*inclusions*), ou as exceções (*carve-outs*), situações estas que, ainda que venham a ocorrer, não irão caracterizar alteração material adversa.

---

[82] BOTREL, Sérgio. **Fusões e aquisições.** São Paulo: Saraiva, 2012, p. 302-307.
[83] OLIVEIRA E SÁ, Fernando. **Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas**. *In:* Direito e Justiça, vol. Especial, 2012, p. 431-432.

As inclusões têm por finalidade limitar o risco de o comprador, em eventual disputa judicial, não conseguir demonstrar a materialidade da alteração adversa, uma vez que a comprovação da ocorrência de fato expressamente incluído na cláusula será suficiente para tanto, o que também reduz a incerteza decorrente de uma futura interpretação judicial sobre o que vem ou não a representar uma alteração substancial. Todavia, sob a perspectiva do comprador, é importante definir se a cláusula indica expressamente tratar-se de rol exemplificativo, a fim de evitar o entendimento de que as partes pretenderam excluir do conceito de alteração material adversa todos os fatos não expressamente previstos. Sendo a lista meramente ilustrativa, não é possível sustentar que situações não elencadas estejam, por esse único motivo, afastadas do âmbito da cláusula MAC. Ao contrário, nesses casos, opera-se uma espécie de retorno à cláusula genérica, à luz da qual deverá ser avaliada a materialidade do impacto da alteração verificada[84].

Já as exceções têm por objetivo devolver ao comprador alguns riscos que, em caso de uma MAC genérica, seriam assumidos pelo vendedor, sendo de interesse deste incluir o maior número possível de situações nesta lista de exceções, uma vez que se nega a possibilidade de exceções implícitas. Essas cláusulas frequentemente atribuem ao comprador os riscos exógenos e ao vendedor, os riscos endógenos, mas "a redação pode seguir um modelo de inclusão-exceção ou mesmo inclusão-exceção-exceção (rule / carve-out / carve right back ou carve in)[85]", calibrando de forma personalizada a distribuição desses riscos.

Para distinguir a utilização entre inclusões e exceções, Fernando Oliveira e Sá[86] explica o seguinte:

> "Caso as partes acordem numa lista de *inclusions* e se esta for meramente exemplificativa, todos os factos nela não previstos serão analisados à luz da cláusula genérica existente nos termos atrás expostos; se a lista for taxativa, significa que o risco da ocorrência das alterações não incluídas na lista não foi negocialmente distribuído entre as partes, sendo que o seu impacto sobre o contrato será analisado nos termos gerais, segundo o regime da alteração das circunstâncias.
> A estipulação de *carve-outs* mais não significa do que uma inversão, do vendedor para o comprador, do risco da ocorrência de determinadas alterações – *rectius* uma cláusula de distribuição de risco –, pelo que, quanto a estas, o

[84] OLIVEIRA E SÁ, Fernando. **Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas**. *In:* Direito e Justiça, vol. Especial, 2012, p. 431-432.
[85] PIRES, Catarina Monteiro. **Cláusulas de preço fixo, de ajustamento de preço e de alteração material adversa ("MAC") e cláusulas de força maior:** revisitando problemas de riscos de desequilíbrio e de maiores despesas em tempos virulentos. Revista da Ordem dos Advogados. Lisboa, v. 80, n. 1-2, jan./jun. 2020, p. 83.
[86] OLIVEIRA E SÁ, Fernando. **Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas**. *In:* Direito e Justiça, vol. Especial, 2012, p. 438.

> adquirente não poderá recorrer ao regime da alteração das circunstâncias porque o regime supletivo legal foi afastado pelo acordo entre as partes."

Por fim, é necessário pensar no grau de alteração exigível para que ocorra a perturbação no cumprimento da prestação, o que irá se traduzir, muitas vezes, em alegar e comprovar uma redução substancial de proveitos, do ponto de vista material e temporal. Nesse sentido, a jurisprudência norte-americana tem construído, ainda que não de forma linear, os critérios de materialidade mediante entendimento de que a onerosidade ou o desequilíbrio verificados sejam temporal e materialmente relevantes[87].

1.7 **Delimitação funcional da cláusula MAC com ênfase em sua função extintiva**

Diante do percurso analítico empreendido ao longo deste capítulo, se faz necessário delimitar funcionalmente a cláusula MAC a fim de precisar seu papel nos contratos de compra e venda de participação societária com fechamento diferido e, sobretudo, explicitar os elementos que a singularizam frente a outros mecanismos contratuais que tratam de fatos supervenientes.

A cláusula MAC constitui um mecanismo contratual por meio do qual as partes, no exercício de sua autonomia privada, definem previamente quais eventos ou alterações circunstanciais serão considerados suficientemente relevantes para conferir ao comprador o direito de desligar-se do negócio jurídico, sem que dessa extinção decorra qualquer penalidade ou indenização[88]. Sua função primordial é permitir a desvinculação contratual diante de fatos supervenientes que comprometam substancialmente as bases econômicas que motivaram a celebração do negócio jurídico, deslocando para o próprio instrumento contratual a disciplina de riscos que, em sua ausência, ficaria sujeita à aplicação de regras legais.

Enquanto resposta privada às incertezas inerentes ao período intercalar, a MAC emerge como instrumento de gestão da incerteza fundado na racionalidade limitada e nos custos de transação que permeiam as operações de M&A de fechamento diferido. Sua racionalidade econômica reside no reconhecimento de que as partes, por mais sofisticadas que

---

[87] PIRES, Catarina Monteiro. **Cláusulas de preço fixo, de ajustamento de preço e de alteração material adversa ("MAC") e cláusulas de força maior:** revisitando problemas de riscos de desequilíbrio e de maiores despesas em tempos virulentos. Revista da Ordem dos Advogados. Lisboa, v. 80, n. 1-2, jan./jun. 2020, p. 85.

[88] THEILKUHL, Daniel Ugo Rivera. **A cláusula MAC como mecanismo contratual para a gestão dos riscos decorrentes do desequilíbrio superveniente em operações de M&A**. Dissertação (Mestrado Profissional em Direito Civil Contemporâneo e Prática Jurídica) – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 19 mai. 2023, p. 22-23.

sejam, não dispõem de capacidade cognitiva para antecipar todas as contingências futuras, tampouco para processar todas as informações relevantes à tomada de decisão no momento da celebração do contrato[89], de modo que a cláusula opera como mecanismo de alocação dinâmica de riscos que incorpora, de forma consciente, os limites informacionais e cognitivos dos contratantes.

Nesse sentido, diferentemente das declarações e garantias, que se voltam predominantemente a estados de fato existentes ou verificáveis até determinado marco temporal, a cláusula MAC projeta-se para o futuro, tutelando circunstâncias ainda não materializadas no momento da celebração do contrato, mas cujos riscos de ocorrência as partes identificam como relevantes para a manutenção do equilíbrio econômico-financeiro da operação. Enquanto as declarações e garantias asseguram a veracidade de informações pretéritas ou contemporâneas à assinatura do instrumento, a MAC disciplina eventos supervenientes que podem vir a ocorrer no período intercalar, conferindo ao comprador uma via de desligamento em cenários que, embora incertos, são definidos pelas partes como autorizadores da desvinculação contratual[90].

De igual modo, ainda que interaja com as condições precedentes no desenho contratual, a cláusula MAC distingue-se do referido mecanismo, que, em sua função mais habitual, estabelece requisitos objetivos que devem ser satisfeitos antes do fechamento da operação, como a obtenção de aprovações regulatórias ou a ausência de impedimentos legais à consumação do negócio[91]. Tais condições operam como pressupostos de exigibilidade das obrigações principais e, uma vez verificadas, obrigam as partes à execução do contrato. A cláusula MAC, por sua vez, não se limita a condicionar o fechamento a eventos verificáveis, mas funciona como direito de desligamento em caso de alterações substanciais das condições econômicas da sociedade-alvo, cuja intensidade e relevância são apreciadas à luz de critérios materiais previamente pactuados.

A singularidade da cláusula MAC também se manifesta na forma como o mecanismo se relaciona com as cláusulas sobre a condução dos negócios e com as obrigações antecedentes ao fechamento. Embora essas disposições imponham ao vendedor deveres de comportamento durante o período intercalar, seu descumprimento não equivale,

---

[89] MARTINS-COSTA, Judith; SILVA, Paula Costa e. **Crise e perturbações no cumprimento da prestação:** estudo de direito comparado luso-brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 44.

[90] GREZZANA, Giácomo Luiz Maria Oliveira. **A natureza jurídica da cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária.** 2019, p. 71.

[91] MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. **Execução diferida do contrato em operações de Fusões e Aquisições (F&A) de sociedades anônimas:** análise de aspectos contratuais e societários. 192 f. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021, p. 38-41.

necessariamente, à ocorrência de uma mudança material adversa. O inadimplemento das obrigações sobre a condução dos negócios pode ensejar responsabilidade contratual por violação de cláusula específica, ou, em situações particularmente graves, pode até justificar a extinção contratual; já a MAC, por sua vez, opera em plano distinto, tutelando não condutas entre as partes, mas resultados decorrentes de alterações substanciais na situação econômica, financeira, operacional ou regulatória da sociedade-alvo, independentemente de terem sido causadas por ação ou omissão das partes. É por essa razão que a MAC pode incidir mesmo diante de eventos exógenos, como crises macroeconômicas, alterações regulatórias setoriais ou catástrofes naturais, desde que não excluídos expressamente e que atendam aos critérios de materialidade definidos no contrato.

Assim, diante de tudo o que foi exposto, a cláusula MAC pode ser delimitada como o mecanismo contratual por meio do qual as partes, no exercício de sua autonomia privada, definem previamente, de forma vaga ou detalhada, quais alterações supervenientes serão consideradas suficientemente relevantes para conferir ao comprador o direito de desligar-se do contrato de maneira motivada e, como tal, sem o dever de indenizar ou remunerar o vendedor para tanto. É essa, portanto, a função primordial da cláusula MAC: produzir para o adquirente o direito de desligar-se da operação em razão de fatos supervenientes, imputáveis ou não ao vendedor ou à administração da sociedade-alvo, que, à luz da distribuição de riscos contratuais, são capazes de gerar efeitos adversos aos interesses do adquirente na aquisição da participação societária na sociedade-alvo. É a partir dessa delimitação funcional que se passará, no capítulo seguinte, à análise da aplicação concreta da MAC na prática contratual brasileira, com vistas a identificar as variações estruturais desse mecanismo, as estratégias de redação adotadas pelas partes e as implicações dessas escolhas em termos de alocação de riscos e incentivos ao comportamento dos contratantes.

Antes, contudo, vale notar que, ainda que a cláusula MAC seja convencionalmente compreendida como mecanismo apto a conferir ao comprador o direito de desligar-se do contrato diante da ocorrência de evento adverso relevante, a experiência norte-americana demonstra que seu efetivo sucesso como fundamento para ruptura contratual em cenário litigioso é excepcional[92]. Conforme visto no item 1.5 acima, a jurisprudência norte-americana consolidou padrão probatório particularmente rigoroso para a caracterização da MAC, exigindo demonstração de impacto substancial e duradouro sobre a capacidade econômica da

[92] CHOI, Albert; TRIANTIS, George. **Strategic vagueness in contract design:** the case of corporate acquisitions. The Yale Law Journal, New Haven, v. 119, n. 5, mar. 2010, p. 869.

sociedade-alvo, o que eleva significativamente o ônus argumentativo e probatório da parte que pretende invocá-la.

Nesse cenário, a dificuldade de comprovação do evento adverso, aliada à complexidade técnica da controvérsia, que frequentemente depende de prova pericial extensa e custosa, torna a invocação judicial da cláusula uma estratégia onerosa e marcada por razoável grau de incerteza, uma vez que o adquirente não dispõe de garantia de êxito, ao passo que o vendedor se vê exposto ao risco de frustração do fechamento da operação após litígio prolongado, além de ter que gastar recursos com a disputa, em vez de receber imediatamente os pagamentos pretendidos pela operação cujo fechamento foi recusado pelo adquirente.

É justamente essa baixa previsibilidade de sucesso combinada com elevados custos de litigância que confere à cláusula outra relevante função negocial, uma vez que a previsão contratual da MAC produz um conjunto de incentivos estratégicos que tende a favorecer a renegociação da operação em detrimento da sua extinção[93]. Diante de um evento que potencialmente pode ser enquadrado como MAC, o vendedor, ciente dos custos incidentes sobre disputa e do risco de sair como parte perdedora, passa a apresentar maior disposição para revisar os termos originalmente pactuados, seja mediante reajuste do preço, readequação de condições precedentes ou redistribuição de riscos contratuais.

Essa dinâmica foi evidenciada na controvérsia envolvendo a aquisição da Tiffany pela Louis-Vitton, explorada na seção 1.5 desta dissertação, em que a invocação da cláusula MAC não conduziu à extinção do vínculo, mas funcionou como vetor de pressão negocial apto a viabilizar a revisão do preço da operação. O episódio ilustra que, na prática, a cláusula pode atuar como instrumento de barganha destinado a reequilibrar a equação econômica do contrato diante da alteração superveniente das circunstâncias. Ademais, mesmo na hipótese de o vendedor possuir expectativa razoável de êxito em eventual litígio, a decisão de litigar nem sempre se revela economicamente eficiente. A persecução judicial do fechamento pode implicar dispêndios relevantes no presente para a obtenção futura dos benefícios da operação, ao passo que a renegociação pode representar solução de menor custo agregado e maior previsibilidade de resultado.

Nesse sentido, a cláusula MAC introduz um regime de fricção estratégica entre as partes, no qual a incerteza e os custos associados a eventual litígio funcionam como

---

[93] CHOI, Albert; TRIANTIS, George. **Strategic vagueness in contract design:** the case of corporate acquisitions. The Yale Law Journal, New Haven, v. 119, n. 5, mar. 2010, p. 891-894.

catalisadores de soluções consensuais[94]. Isto é: além de operar como mecanismo extintivo, a cláusula MAC também assume relevante função durante o período intercalar ao estimular a negociação entre as partes e contribuir para a preservação da viabilidade econômica da operação diante da ocorrência de alterações adversas substanciais.

[94] CHOI, Albert; TRIANTIS, George. **Strategic vagueness in contract design:** the case of corporate acquisitions. The Yale Law Journal, New Haven, v. 119, n. 5, mar. 2010, p. 906.

2 O DESENHO CONTRATUAL DO DIREITO DE DESLIGAMENTO: ESTRUTURA E VARIAÇÕES DA CLÁUSULA MAC NA PRÁTICA BRASILEIRA DAS OPERAÇÕES DE M&A

Após identificar os elementos estruturais da cláusula MAC e suas principais funções nos contratos de compra e venda de participação societária, passa-se à análise de como esse mecanismo é aplicado na prática contratual brasileira, com foco nas suas variações estruturais e formas de previsão contratual, podendo constar como termo definido, condição precedente, declarações e garantias e, ainda, na seção de extinção contratual. Nesse contexto, ganha importância a discussão acerca da escolha entre termos precisos e redações vagas na estruturação da cláusula MAC, sendo que, embora a fixação de parâmetros quantitativos e gatilhos objetivos possa, em determinadas circunstâncias, facilitar a verificação do evento superveniente e conferir maior previsibilidade às partes, a redação vaga pode ser utilizada de forma racional e estratégica, especialmente em contextos marcados por elevada incerteza e assimetria informacional[95].

Adota-se neste capítulo, portanto, uma visão descritiva de cláusulas extraídas a partir de oito instrumentos contratuais publicamente disponíveis, a fim de identificar padrões recorrentes, possibilidades de estruturação contratual e suas possíveis implicações em termos de incentivos, comportamento das partes e alocação de riscos. Esse percurso analítico permitirá demonstrar que a cláusula MAC pode operar como mecanismo de proteção às partes e, também, como instrumento sofisticado de governança contratual em ambientes de elevada complexidade, resultado de escolhas adotadas pelas partes para refletir seus objetivos estratégicos, prevenir disputas e acomodar as incertezas inerentes à dinâmica empresarial.

Cumpre pontuar que todos os contratos ora analisados referem-se a operações de grande vulto, com respectivos preços de aquisição que variam entre dezenas e centenas de milhões de reais, regidas por instrumentos contratuais extensos e complexos, negociados e elaborados por partes sofisticadas, assessoradas nos âmbitos financeiro e jurídico. A pesquisa concentrou-se em contratos publicamente disponíveis, sendo sete extraídos de processos judiciais públicos oriundos do TJSP e um obtido no sítio eletrônico da CVM. Da prática jurídica, observa-se que a maior parte dos litígios societários decorrentes de operações de M&A é submetida à arbitragem, procedimentos que normalmente tramitam sob

---

[95] CHOI, Albert; TRIANTIS, George. **Strategic vagueness in contract design:** the case of corporate acquisitions. The Yale Law Journal, New Haven, v. 119, n. 5, mar. 2010.

confidencialidade e, justamente por isso, são de difícil acesso para fins de pesquisa empírica. Inicialmente, a pesquisa jurisprudencial foi direcionada ao TJRJ, contudo, não foram identificados casos que se enquadrassem no objeto específico desta pesquisa, o que motivou a expansão do levantamento para o TJSP. A escolha por este tribunal justifica-se, ainda, pelo fato de ser reconhecido como o órgão jurisdicional com maior volume de processos no mundo[96], além de concentrar um número considerável de câmaras especializadas em direito empresarial, fatores que ampliam a probabilidade de localização de precedentes relevantes em matéria de M&A.

Não se pretende, com a análise empreendida neste capítulo, esgotar o exame dos contratos selecionados nem proceder a uma descrição exaustiva de todas as suas disposições. O recorte adotado é deliberadamente específico e concentra-se no grau de especificidade utilizado para descrever os eventos contemplados pela MAC, ou seja, na opção por redações genéricas ou especificadas por parâmetros, e nas formas estruturais que esse mecanismo assume na engrenagem contratual, seja como condição precedente ao fechamento, elemento vinculado às declarações e garantias ou, ainda, hipótese expressa de extinção. A partir desse enfoque, busca-se evidenciar como diferentes escolhas de estruturação da cláusula MAC refletem estratégias de alocação de riscos e de gestão da incerteza.

2.1 **Grau de especificidade da cláusula MAC como termo definido**

O primeiro eixo a ser analisado na aplicação prática da cláusula MAC refere-se ao grau de especificidade adotado na redação do termo definido, que irradia efeitos ao longo do contrato e cujo objetivo consiste em delimitar quais eventos serão considerados, para fins daquele negócio jurídico, materialmente adversos.

As partes podem optar por uma redação mais ampla e aberta, ou por definições específicas que façam uso de parâmetros objetivos, listas de eventos e exceções. O grau de especificidade decorre de decisões conscientes tomadas pelas partes no processo negocial e é fortemente influenciado por fatores como a natureza da operação, o perfil e o grau de sofisticação das partes, o setor econômico envolvido e a percepção dos custos de negociação e de eventual litigância. É a partir dessa constatação que se justifica, para fins analíticos, a

[96] TJSP na Mídia: Presidente Fernando Torres Garcia concede entrevista à Rádio Bandeirantes. Disponível em: <https://www.tjsp.jus.br/Noticias/Noticia?codigoNoticia=98006#:~:text=%E2%80%9CO%20Tribunal%20de%20Justi%C3%A7a%20de,pr%C3%A9dios%E2%80%9D%2C%20afirmou%20o%20presidente>. Acesso em 21 jan. 2026.

distinção entre termos definidos que se utilizam de redação vaga e daqueles que fazem uso da redação restrita.

2.1.1 MAC vaga (conceitos abertos, materialidade não quantificada, linguagem finalística)

Três dos instrumentos analisados utilizaram-se de redação genérica para definir o que será compreendido como mudança material adversa. Cumpre ressaltar que se tratam de contratos celebrados por agentes empresários compreendidos como partes sofisticadas, os quais presume-se terem negociado e avaliado, com apoio de assessoria jurídica adequada, os riscos relacionados a cada uma das cláusulas e dos mecanismos contratuais. Nesse sentido, a descrição dos eventos que serão considerados gatilho para fins de acionar a cláusula MAC está vinculada a um termo contratualmente definido, do qual irradiam alguns efeitos ao longo do texto contratual[97].

No instrumento que formalizou a aquisição, pela Serra da Madeira Participações Ltda., de participação societária da companhia-alvo Mineração Taboca S.A., cuja atividade consiste na exploração de minérios e atividades metalúrgicas, a expressão efeito adverso relevante foi definida como “todo e qualquer evento, mudança, violação, inexatidão, circunstância, que sejam, ou poderiam, de maneira razoável, ser esperado que tenham individualmente ou no todo, efeito negativo relevante para o negócio” [98] da companhia. Além de mencionar especificamente eventos relacionados à condição financeira da Mineração Taboca, o termo definido contempla circunstâncias e alterações que gerem efeitos negativos relevantes para os funcionários e para os resultados de suas operações, não limitados a estes. Com isso, diante de alteração regulatória superveniente que possa vir a impactar negativamente os resultados da companhia, é possível ao comprador suscitar a ocorrência de efeito adverso relevante, cabendo-lhe o ônus de comprovar tal alegação. Ao utilizar redação ampla, com critérios indefinidos, as partes renunciam à segurança jurídica em prol da economia nos custos *ex ante*

---

[97] SILVA, Jorge Cesa Ferreira da. **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. 385.

[98] "Efeito Adverso Relevante" significa todo e qualquer evento, mudança, violação, inexatidão, circunstância, que sejam, ou poderiam, de maneira razoável, ser esperado que tenham individualmente ou no todo, efeito negativo relevante para o negócio, operações, condição (financeira ou outra), ativos (tangíveis ou intangíveis), obrigações, funcionários, propriedades, capitalização ou resultados de operações da Companhia tomadas como um todo. (**TJSP, autos n. 1045658-55.2022.8.26.0100**).

e, em caso litígio, terão que lidar com maior incerteza jurídica e arcar com custos *ex post*, como aqueles concernentes à instauração da arbitragem e à produção de provas técnicas.

Já no contrato celebrado pela Eurofairs International Consultoria e Participações Ltda. para aquisição da integralidade das quotas referentes à sociedade CIPA FM Publicações e Eventos Ltda., considerou-se mudança substancial adversa ou efeito substancial adverso "qualquer mudança, evento, desdobramento e/ou efeito que seja ou se torne substancialmente adverso para o Negócio, ativos, operações, perspectivas ou condição (financeira ou outra) dos Ativos Transferidos ou da CIPA FM". Assim, a mera alteração de "perspectivas" da sociedade-alvo e dos ativos transferidos, definidos contratualmente como "os Ativos da Cisão, os Recebíveis Transferidos e os outros ativos, passivos, relacionamentos jurídicos que serão diretamente transferidos para a Cipa FM antes da Data do Fechamento", dá abertura para discussão acerca da ocorrência de fato classificado como MAC, visto que a definição contempla qualquer desdobramento que seja, ou se torne, substancialmente adverso para o negócio[99].

Por fim, ao formalizar a aquisição das sociedades Rápido Transpaulo Ltda. e Transpaulo Logística Ltda. pela compradora Suprirt Participações Ltda., ao definir efeito adverso relevante as partes adotaram redação ampla, com utilização de critérios indefinidos, de modo que qualquer evento que gere uma insubsistência ou uma obrigação relevante efetiva ou contingente à sociedade-alvo poderá ser considerado materialmente adverso para fins de aplicação da cláusula MAC[100]. Isso significa que, ainda que não tenha ocorrido uma alteração substancial efetiva, sua mera contingência já é suficiente para conferir ao comprador o direito de resilição contratual.

Nesse sentido, a utilização de critérios abertos confere ao adquirente maior flexibilidade para discutir se determinado fato caracteriza, ou não, evento apto a funcionar como gatilho de desligamento, o que dependerá, em última análise, de interpretação contratual. Por sua vez, e justamente por isso, a redação genérica traz certa insegurança jurídica, além de impor ao adquirente um encargo argumentativo e demonstrativo intenso quanto à caracterização da materialidade adversa do evento para a sociedade-alvo e seus negócios.

---

[99] 1.01.42 'Mudança Substancial Adversa' ou 'Efeito Substancial Adverso': significa qualquer mudança, evento, desdobramento e/ou efeito que seja ou se torne substancialmente adverso para o Negócio, ativos, operações, perspectivas ou condição (financeira ou outra) dos Ativos Transferidos ou da CIPA FM. (**TJSP, autos n. 1002373-59.2015.8.26.0002**).

[100] "Efeito Adverso Relevante" significa qualquer evento, alteração ou andamento de circunstâncias ou fatos que gere uma insubsistência ativa ou obrigação (efetiva ou contingente) relevante, de qualquer natureza. (**TJSP, autos n. 0009826-48.2017.8.26.0004**)

Embora padrões vagos elevem a incerteza interpretativa e elevem a complexidade da demonstração fática, essa maior densidade argumentativa pode ser aproveitada, de modo deliberado, como um mecanismo de triagem informacional, visto que, ao impor um custo maior de verificação para demonstrar ao julgador os fatos ocorridos e suas consequências materialmente adversas para o ativo, a vagueza seleciona as disputas nas quais vale a pena para o vendedor revelar as informações privadas que deverão ser divulgadas em litígio, ampliando o poder disciplinador da cláusula em relação aos investimentos e às condutas a serem adotados pelo vendedor no período compreendido entre a assinatura e o fechamento do negócio[101].

Além disso, se combinadas com preços e outros mecanismos adequados, as cláusulas vagas funcionam como uma espécie de ameaça de litígio fora de equilíbrio. Ou seja, sabendo que o adquirente poderá resistir ao fechamento com base na cláusula de alteração material adversa, é mais provável que o vendedor invista na manutenção dos negócios da sociedade-alvo de maneira mais próxima do nível ótimo, a fim de evitar que a opção do comprador seja exercida. Em relação aos custos *ex post*, a possibilidade de o vendedor "marcar posição" com um litígio crível sob um padrão vago induz o comprador a aceitar renegociações em bons casos e a rejeitar em maus casos, o que pode melhorar a seleção das operações que seguem adiante e das que devem ser encerradas sem fechamento[102].

Do exposto, é possível observar que a vagueza pode ser usada de forma estratégica pelas partes que veem valor *ex ante* na manutenção de um espaço interpretativo que, embora possa aumentar a margem do litígio, melhora a alocação dinâmica de riscos e pode influenciar o comportamento das partes, quando comparada a cláusulas rígidas e detalhadas, conforme será visto na próxima seção.

2.1.2 MAC restrita (listas, parâmetros quantitativos, carve-outs extensos)

Em cinco dos contratos analisados, observou-se a utilização de cláusulas que, além de contarem com previsões genéricas, foram acompanhadas de inclusões e exclusões que tratam dos eventos específicos que irão, ou não, caracterizar alteração material adversa. Nesses casos, o risco de contingências futuras foi alocado mediante previsão detalhada dos principais

---

[101] CHOI, Albert; TRIANTIS, George. **Strategic vagueness in contract design:** the case of corporate acquisitions. The Yale Law Journal, New Haven, v. 119, n. 5, mar. 2010, p. 889.
[102] CHOI, Albert; TRIANTIS, George. **Strategic vagueness in contract design:** the case of corporate acquisitions. The Yale Law Journal, New Haven, v. 119, n. 5, mar. 2010, p. 893.

eventos que poderiam vir a ocorrer, hipóteses em que a discussão tende a se concentrar na comprovação de ocorrência dos eventos listados.

No instrumento que formalizou a aquisição de participação societária da Compusoftware Informática Ltda., atuante no ramo de desenvolvimento e licenciamento de softwares, o termo definido contou com uma redação genérica acompanhada de uma lista de determinados eventos que, caso venham a ocorrer, serão considerados mudança adversa relevante, para fins de resilição contratual[103]. Ao analisar a definição contratual, nota-se especial preocupação do adquirente em relação aos contratos celebrados entre a sociedade-alvo ou sua subsidiária e à receita deles decorrentes, bem como aos direitos de propriedade intelectual da sociedade-alvo, cuja importância se revela em razão do seu ramo de atuação.

Já no contrato de compra e venda de ações da corretora de valores mobiliários Guide Investimentos S.A., efeito adverso relevante foi definido de modo a contemplar fatos supervenientes relacionados à receita líquida da companhia, além daqueles relacionados a despesas que extrapolem o previsto no plano de negócios para o exercício correspondente e à violação das garantias fundamentais prestadas pelo vendedor no âmbito daquele instrumento[104]. Apesar da utilização de redação específica, nota-se que não há qualquer

---

[103] Mudança Adversa Relevante: significa qualquer fato, evento, ocorrência, circunstância, alteração, modificação regulatória, concluída ou em andamento, que, individual ou coletivamente, possa afetar de forma substancial e adversa a situação econômica, patrimonial ou financeira, bem como os negócios, resultados atuais e futuros, ativos, propriedades ou direitos da entidade relevante. Sem prejuízo da generalidade do acima exposto, uma Mudança Adversa Relevante será considerada ter ocorrido: (i) se os acionistas tomarem medidas para dissolver a entidade relevante e/ou a entidade relevante arquivos de falência, recuperação judicial ou extrajudicial antes do Fechamento; (ii) se qualquer Autoridade Governamental tem promulgada, emitido, promulgada ou imposta, ameaçou decretar, emitir, promulgar ou fazer cumprir qualquer lei, acórdão, sentença, liminar ou medida de efeito semelhante que permanentemente pode restringir ou proibir o Contrato, a Aquisição ou a Incorporação ou tem instituído (ou ameaçou instituir) qualquer ação administrativa ou (não-) judicial ou processo confrontando (qualquer parte material) a Transação; (iii) no caso foram feitas alegações de fraude ou suborno por ou em nome da entidade relevante, salvar apenas a estender tal fraude ou suborno não tem ou é improvável que tenha um impacto negativo distinguível no negócio ou a reputação da entidade relevante e os acionistas, a entidade relevante ou seus diretores, executivos ou funcionários em sua capacidade como tal tornou-se sujeito a ou publicamente está ameaçado de ser submetido a investigações relacionadas a tal fraude ou suborno; e (iv) no caso de alienação de todos ou substancialmente todos os ativos da entidade relevante, incluindo, entre outros, os direitos de propriedade intelectual, a entidade relevante tem antes do presente Contrato e em caso de rescisão dos contratos mencionados na Cláusula 5.1 (viii). (**TJSP, autos n. 1030905-67.20.20.8.26.0002**)

[104] "Efeito Adverso Relevante" significa (i) se a Data de Referência cair até 31 de dezembro de 2018, ou (a) se a Receita Líquida do Exercício for igual ou superior a 20% (vinte por cento) em relação à meta de Receita Líquida estabelecida no Plano de Negócios da Administração para o período correspondente ou (b) se a despesa de G&A do exercício exceder a despesa de G&A prevista no Plano de Negócios da Administração para o período correspondente ou (ii) se a Data de Referência cair após 31 de dezembro de 2018, (x) uma diminuição da Receita Líquida LTM igual ou superior a 20% (vinte por cento) em relação à meta de Receita Líquida estabelecida no Plano de Negócios de Gestão para o período correspondente ou (y) uma Despesa LTM G&A que exceda a Despesa G&A prevista no Plano de Negócios de Gestão para o período correspondente ou (iii) qualquer violação

menção a eventos ou fatos genéricos, mas somente a parâmetros quantificáveis que, caso venham a ocorrer, servirão para caracterizar evento adverso relevante.

De forma semelhante, no contrato para aquisição de participação societária da Litoral Sul Transmissora de Energia Ltda., concessionária de transmissão de energia, efeito substancial adverso é qualquer reivindicação que represente um risco de perda real ou potencial à sociedade-alvo em valor superior a R$ 5 milhões, ou de qualquer outro valor, quando os fatos estiverem relacionados a atos de corrupção[105]. A partir de tais disposições, infere-se a preocupação do adquirente com eventos relacionados à corrupção, vistos como tão gravosos para a operação que qualquer ocorrência relacionada, independentemente do valor dos prejuízos eventualmente envolvidos, conferirá ao comprador o direito de resilição. Por outro lado, o vendedor que se compromete com uma cláusula deste teor também sinaliza estar disposto a assumir esse tipo de responsabilidade e a conduzir os negócios de acordo com as melhores práticas.

No instrumento de compra e venda para aquisição de 54% das quotas da Assisticare Serviços de Saúde Ltda., sociedade que explora atividades de internação médica domiciliar e serviços de apoio à gestão de saúde, a definição genérica foi acompanhada de inclusões específicas, que fazem referência direta ao valor das perdas que irão caracterizar a adversidade substancial daquele evento, quantificadas em montante igual ou superior a R$ 250 mil[106]. Para além do parâmetro quantificável, há menção genérica a alterações relacionadas aos negócios, ativos, condições, perspectivas ou resultados operacionais do ativo. Assim, ainda que o comprador tenha declarado contratualmente que tomou decisão bem informada e que aceita e se responsabiliza pelos resultados a serem apresentados pela

---

das Garantias Fundamentais do Vendedor previstas neste Contrato (que as Partes acordam não poder ser atualizada após a Data de Assinatura). (**TJSP, autos n. 1016133-28.2022.8.26.0100**)

[105] "Efeito Substancial Adverso" significa (i) qualquer Reivindicação ou Reivindicações instauradas contra a Sociedade a serem instauradas contra a Sociedade entre a data deste instrumento e a Data de Fechamento, que, individualmente ou em conjunto, representam um risco de Perda potencial ou real em um valor superior a cinco milhões de reais (R$ 5.000.000,00) ou qualquer outro valor, se envolver corrupção, suborno, lavagem de dinheiro e/ou qualquer um dos assuntos referidos na Cláusula 5.26; e (ii) quaisquer outros danos resultantes de corrupção, suborno, lavagem de dinheiro e/ou qualquer um dos assuntos referidos em Cláusula 5.26. (**TJSP, autos n. 1008623-53.2025.8.26.0004**)

[106] Evento Material Adverso: significa qualquer alteração adversa substancial, comparativamente à situação da Sociedade na data de celebração deste Contrato, com relação aos negócios, ativos, condição (financeira ou outra), perspectivas ou resultados operacionais da Sociedade. Sem prejuízo da definição acima, será necessariamente considerado um Evento Material Adverso o evento, ou série de eventos da mesma natureza, que envolva ou seja, razoavelmente esperado que possa envolver uma Perda (conforme definido abaixo), ou série de Perdas da mesma natureza, de valor igual ou superior a R$250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais). (**TJSP, autos n. 1000667-96.2019.8.26.0100**)

sociedade-alvo[107], a definição da expressão "Efeito Material Adverso" dá margem à discussão acerca de alterações substanciais que geraram prejuízo aos seus resultados.

Por fim, no contrato em que a Itaúsa Investimentos S.A. vendeu sua participação acionária na Elekeiroz S.A., companhia do setor químico e petroquímico, definiu-se efeito adverso relevante como qualquer evento que enseje implicações adversas relevantes sobre o negócio, a situação financeira ou os resultados operacionais da companhia-alvo e de suas subsidiárias, desde que tal evento resulte, de forma comprovada, em danos irreversíveis e/ou variações negativas em valores previamente estabelecidos. Além disso, trata-se do único instrumento, dentre os oito contratos analisados nesta dissertação, com previsão de exceções, ou seja, fatos supervenientes que, ainda que venham a ocorrer, não serão levados em conta ao apurar a ocorrência de um efeito adverso relevante[108]. Aqui, é possível identificar os riscos categorizados[109] como riscos (1) de mercado, percebidos nas cláusulas que tratam de alterações na economia e na legislação, (2) de negócio, ao dispor sobre a inobservância a

---

[107] "6.7. Due Diligence Satisfatório. A Compradora declara que realizou a due diligence jurídica, contábil, financeira, ambiental, fiscal e técnica na Sociedade e considerou os resultados de tais trabalhos como sendo satisfatórios. A Compradora baseou sua decisão de prosseguir com esta Transação inteiramente em suas próprias conclusões, investigações independentes e trabalhos de due diligence. A lista de documentos e informações fornecidos sob a due diligence foi criada e solicitada pela Compradora. A Compradora teve tempo e disponibilidade suficientes para analisar, examinar e estudar todos os documentos fornecidos sob a due diligence e para questionar e solicitar detalhes sobre todos eles às Vendedoras a qualquer momento antes da data deste instrumento." (**TJSP, autos n. 1000667-96.2019.8.26.0100**, p. 61)

[108] "Efeito Adverso Relevante" significa, em relação à Sociedade ou a qualquer Subsidiária, qualquer evento, alteração ou conjuntura que enseje implicações adversas relevantes sobre o negócio, a situação financeira, as propriedades, os ativos, os passivos ou os resultados operacionais da Sociedade e de suas Subsidiárias, como um todo, que resulte, comprovadamente, (i) em danos irreversíveis em 25% (vinte e cinco por cento) ou mais nos ativos permanentes da Sociedade; e/ou (ii) variação negativa de 20% (vinte por cento) na comparação entre: (x) receita bruta média da Sociedade apurada nos 12 (doze) meses anteriores à ocorrência do evento (excluindo o mês do evento); e (y) receita bruta média apurada nos últimos 12 (doze) meses (incluindo o mês do evento); fica contudo ressalvado que quaisquer efeitos adversos decorrentes, resultantes ou de outra forma oriundos:
(i) de evento pontual ou série de eventos ou circunstâncias que afetem (A) a economia brasileira em geral ou os mercados financeiros, de crédito ou de capitais do Brasil ou de qualquer outro país ou jurisdição em que a Sociedade ou suas Subsidiárias atuem, o que inclui (x) alterações em taxas de juros ou câmbio e (y) eventual suspensão coletiva na negociação de ações das companhias listadas na B3 S.A. - Brasil, Bolsa e Balcão, e (B) mudanças que decorram de fatores que afetem em termos gerais quaisquer dos setores em que atuem a Sociedade e quaisquer de suas Subsidiárias ou em que os serviços da Sociedade e de quaisquer de suas Subsidiárias sejam atualmente utilizados; (ii) de eventuais mudanças na Lei Aplicável ou no GAAP Brasileiro, ou em sua execução ou interpretação pelas autoridades competentes; (iii) da existência, ocorrência ou persistência de quaisquer eventos de força maior, o que inclui terremotos, enchentes, furacões, tempestades tropicais, incêndios ou outros desastres naturais; (iv) de eventual inobservância a projeções, estimativas ou previsões de receitas, rendimentos, ou outras métricas de desempenho operacional ou financeiro, internas ou publicadas, com relação a qualquer período encerrado na data do presente Contrato ou a partir de então; e (v) do presente Contrato ou da operação nele prevista, ou de seu correspondente anúncio à imprensa ou divulgação por exigência regulatória, **não** serão levados em conta ao apurar se um Efeito Adverso Relevante efetivamente ocorreu ou poderia razoavelmente vir a ocorrer. (**CVM, Itaúsa Investimentos Itaú S.A.**)

[109] MILLER, Robert T. **The Economics of Deal Risk:** Allocating Risk through MAC Clauses in Business Combination Agreements. William & Mary Law Review, n. 50, n. 6, 2009, p. 2008.

projeções, estimativas ou previsões de receitas, e (3) do contrato[110], ao tratar dos riscos relacionados ao anúncio da operação, os quais serão suportados pelo comprador, visto que não serão considerados para a apuração de efeito adverso relevante.

Diante do exposto, é possível observar que a cláusula MAC, em regra, protege o comprador ao conferir a este o direito de resilição, enquanto as exceções, ou *carve-outs*, beneficiam o vendedor, na medida em que pode ser-lhe atribuído o direito de forçar o fechamento da operação, alocando os riscos das exceções ao adquirente. Dentre os contratos analisados, o caso acima foi o único a apresentar hipóteses de exceção, que, ainda que venham a ocorrer, não serão levadas em conta para apurar a ocorrência do que as partes acordaram por nomearam de evento adverso relevante.

Pelo que se pode ver, a utilização de parâmetros específicos, ao descrever e individualizar os eventos aptos a caracterizar mudança substancial, tendem a afastar a discricionariedade do intérprete no momento da averiguação da MAC e reduzir o custo de litígio para a parte que alega a ocorrência de mudança material adversa[111], uma vez que, ainda que sua demonstração possa depender de avaliação técnica, os parâmetros específicos permitem uma apreciação objetiva ou, ao menos, com menor propensão a subjetividade do julgador. O comprador, sobre quem recai o ônus da prova na hipótese de alegação de MAC, não precisa argumentar sobre a substancialidade do evento ocorrido em termos abstratos, bastando demonstrar que o parâmetro contratualmente acordado foi atingido, tal como queda de receita ou impacto negativo persistente por período pré-determinado.

Independentemente da denominação utilizada, que pode referir-se a "evento" ou "fato", "material" ou "substancial", sempre acompanhados da expressão "adverso", o mecanismo e o objetivo de utilização são os mesmos: lidar com a incerteza relacionada aos fatos supervenientes que permeiam as operações de fechamento diferido, mediante utilização de mecanismo que confere ao comprador o direito de resilição contratual. Nesse sentido, uma cláusula redigida sob estrutura mais precisa tende a mitigar disputas sobre a substancialidade do evento ocorrido e sua duração, tornando binária a verificação do evento, ou seja, saber se

---

[110] SILVA, Jorge Cesa Ferreira da. **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. 388-389.

[111] THEILKUHL, Daniel Ugo Rivera. **A cláusula MAC como mecanismo contratual para a gestão dos riscos decorrentes do desequilíbrio superveniente em operações de M&A**. 2023. Dissertação (Mestrado Profissional em Direito Civil Contemporâneo e Prática Jurídica) – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 19 mai. 2023, p. 65-67.

ocorreu ou não, e reduzindo a discussão acerca da sua materialidade[112]. Além disso, a redação pode prever de forma precisa a distribuição de riscos pretendida pelas partes no contrato, sendo mais fácil verificar a quem foram atribuídos os riscos endógenos e a quem foram atribuídos os riscos exógenos. Isso transforma a cláusula MAC de um critério aberto em um critério guiado por regras específicas.

2.2 A posição redacional da cláusula MAC nas seções contratuais e seus reflexos no exercício do direito extintivo

Nesta seção, serão descritas as seções contratuais em que a cláusula MAC foi inserida nos contratos analisados, tendo aparecido (1) como condição precedente que condiciona o fechamento do negócio e, portanto, sua eficácia, à não ocorrência de mudança material adversa, (2) como uma declaração e garantia prestada pelo vendedor, que declara e garante a não ocorrência de MAC entre a celebração e o fechamento do negócio e, ainda, (3) como hipótese expressa de extinção contratual. Em alguns casos, a cláusula pode aparecer simultaneamente em seções distintas, como na hipótese em que uma das condições precedentes é a confirmação da veracidade das declarações e garantias prestadas pelo vendedor.

Além disso, há instrumentos que preveem a ocorrência de evento material adverso como causa para encerramento do contrato por iniciativa do comprador, enquanto outros dispõem que o comprador não ficará obrigado a seguir com o fechamento do negócio. Independentemente da expressão utilizada, o efeito pretendido é o mesmo: caso ocorra evento MAC entre a assinatura e o fechamento do contrato, este poderá ser encerrado por iniciativa do adquirente, sem incidência de qualquer ônus.

Cumpre relembrar que o enfoque desta pesquisa se dedica ao exame da função extintiva da cláusula MAC, motivo pelo qual não serão exploradas eventuais funções diversas assumidas por esse mecanismo nos contratos ora analisados, como, por exemplo, eventual função indenizatória, presente quando a ocorrência de evento MAC dá ensejo ao pagamento de indenização em favor do comprador, de forma alternativa ou mesmo cumulativa ao direito à resilição.

---

[112] MILLER, Robert T. **The Economics of Deal Risk:** Allocating Risk through MAC Clauses in Business Combination Agreements. William & Mary Law Review, n. 50, n. 6, 2009, p. 2042.

2.2.1 Cláusulas sobre condições precedentes[113]

Em quase todos os contratos analisados, com exceção de dois, a cláusula MAC foi utilizada sob a forma de condição precedente, impondo-se a não ocorrência de mudança material adversa nos negócios da sociedade-alvo como uma condição ao fechamento da operação. Ante a ocorrência de um evento dessa natureza, o comprador fica desobrigado a seguir com a conclusão do negócio.

No contrato envolvendo a Mineração Taboca S.A., foi prevista, como condição precedente ao fechamento, a entrega de uma declaração, pelo vendedor, de que as declarações e garantias prestadas no contrato são válidas, completas e corretas na data de fechamento[114], também conhecida como *bring-down clause*[115]. Somente após a entrega da declaração certificadora é que ocorrerá o fechamento da operação, exceto na hipótese em que o comprador abrir mão de tal condição precedente mediante renúncia (*waiver*), a qual é compreendida como a manifestação de vontade de seguir com o fechamento, ainda que não satisfeita a condição considerada válida se a condição for unilateral, ou seja, com benefício a somente uma das partes, e desde que não interfira na contraprestação daquele contrato[116].

---

[113] Cumpre esclarecer que, embora determinados contratos agrupem um conjunto de disposições sob a denominação de "condições precedentes", nem todos os itens ali previstos constituem condições em sentido estrito. Em diversos casos, são meras obrigações de fazer ou de não fazer, tal como ocorre com a obrigação de apresentar determinada declaração, certificado ou documento, cujo inadimplemento pode ensejar consequências contratuais, mas que não se qualifica como evento futuro e incerto do qual depende a própria eficácia do negócio jurídico. A denominação atribuída pelas partes não é, portanto, determinante da natureza jurídica do instituto.

[114] "3.1. Condições Precedentes. São condições precedentes para as obrigações das Partes de realizar os atos previstos para o Fechamento, conforme definido na cláusula 3.2 abaixo, as seguintes: 3.1.1. A entrega, pela Vendedora, de uma declaração da Vendedora certificando que as declarações e garantias prestadas pela Vendedora conforme a cláusula 5.1 abaixo são corretas, completas e válidas nesta data e na Data de Fechamento como se fossem prestadas em tal data (exceto para as declarações e garantias que abordam questões relativas a uma data em particular, que deverão ser verdadeiras e precisas em tal data em particular) ('Declarações e Garantias')". (**TJSP, autos n. 1045658-55.2022.8.26.0100**).

[115] Sobre o tema, vide MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. **Bring down clause**: notas sobre a cláusula de declarações e garantias no interim period. *In:* ADAMEK, Marcelo Vieira Von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (Coord.). Fusões e aquisições (M&A).São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 164-166: "A função das bring down clauses é, em nosso ponto de vista, a regulação dos riscos acerta de superveniências de perdas de qualidades essenciais das participações societárias antes do fechamento. Ao conformar o conteúdo da prestação devida, evita-se que o adquirente esteja vinculado aos efeitos plenos do contrato se ocorridas perdas das qualidades essenciais da prestação devida durante o período interino. (...) Adotando-se uma perspectiva prática, sem descurar da dogmática que exige a análise, propomo-nos a analisar os disparos, ou não, dos efeitos mediante a entrega do bring down certificate, documento pelo qual as declarações e garantias são ratificadas justamente para alcançar as mudanças relativas ao período intercalar. Os contratos podem estipular procedimentos e formalidades para sua entrega os quais devem ser observados para disparar os efeitos, extintivos ou renegociatórios."

[116] MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. **Execução diferida do contrato em operações de Fusões e Aquisições (F&A) de sociedades anônimas:** análise de aspectos contratuais e societários. 192 f. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021, p. 48.

No contrato envolvendo a Compusoftware Informática Ltda., as partes optaram por incluir a não ocorrência de qualquer alteração adversa relevante relacionada às operações e aos negócios da sociedade-alvo e, também, da compradora como condições precedentes ao fechamento da operação[117], que só podem ser dispensadas mediante acordo por escrito entre as partes. Cumpre pontuar que o evento MAC só pode ser suscitado pela parte que não se beneficiaria dele, portanto, caso uma das partes sofra alteração adversa relevante em seus negócios e operações, esta mesma parte não poderá invocar a referida mudança para requerer a resilição contratual, de modo que a extinção do contrato só poderá ser pleiteada pela parte que sofre a adversidade. Além disso, a renovação e o recebimento de receita oriunda dos contratos mencionados no item (viii) da cláusula constituem condição precedente ao fechamento da operação, sendo que a extinção de tais contratos está contemplada na definição de mudança adversa relevante, conferindo ao adquirente o direito de não seguir com o fechamento da operação, conforme explorado na seção 2.1.2 acima.

Igualmente, no contrato para aquisição da Guide Investimentos S.A., foi inserida como condição suspensiva às obrigações do comprador a não ocorrência de efeito adverso material[118], condicionando o fechamento ao implemento das condições listadas, ou renúncia de sua invocação pelo comprador. No entanto, independentemente da denominação utilizada pelas partes, é certo que o objetivo é o mesmo: deixar claro que, até que tais condições sejam integralmente implementadas, ou renunciadas pelo adquirente, este não será obrigado a seguir com o fechamento da transação.

---

[117] "5.1. Condições Precedentes. O Fechamento está sujeito às seguintes condições precedentes, que deverão ser realizadas até a Data de Fechamento ("Condições Precedentes"): (...) (iv) as declarações e garantias feitas por cada uma das Partes, conforme a Cláusula 6 e a Cláusula 7, deverão ser verdadeiras e corretas, em todos os aspectos relevantes, na Data de Fechamento; (v) não ocorrência de qualquer Alteração Adversa Relevante referente às operações e negócios da CS e da ITBrain; (vi) não ocorrência de qualquer Alteração Adversa Relevante referente às operações e negócios da Compradora e da Softline Brasil; (...) (viii) renovação de 90% (número de contratos) e 100% (receita decorrente dos mesmos) de contratos da CS e ITBrain com clientes que serão renovados até a Data do Fechamento; (...) 5.2. Falha no cumprimento das Condições Precedentes. Salvo acordo em contrário por escrito entre as Partes, o Fechamento não ocorre na Data de Fechamento porque as Condições Precedentes não foram cumpridas ou não foram renunciadas (...)" (**TJSP, autos n. 1030905-67.2020.8.26.0002**).

[118] "3.1 O Fechamento. Sujeito aos termos e condições deste Contrato, especialmente à satisfação das condições suspensivas estabelecidas no Capítulo 4. a transferência da posse e propriedade das Ações para o Comprador e o pagamento do Preço de Compra (o "Fechamento"), ocorrerá (...) desde que cada uma das condições estabelecidas no Capítulo 4 seja atendida ou dispensada (...). (...) 4.3 Condições Suspensivas às Obrigações do Comprador. A obrigação do Comprador de pagar o Preço de Compra conforme aqui previsto e de executar as outras ações na Data de Fechamento está sujeita à satisfação (que pode ser dispensada pelo Comprador a seu exclusivo critério), na ou antes da Data de Fechamento, de cada uma das seguintes condições: (i) Declarações e Garantias. Todas as declarações e garantias do Vendedor, a partir do fechamento, serão verdadeiras e corretas, sujeitas às qualificações de materialidade pertinentes; desde que tal declaração ou garantia expressamente feita a partir de uma data especificada só precise ser verdadeira em e a partir de tal data. (...) (vii) Efeito Adverso Material. Não houve nenhum efeito adverso material até a data de fechamento" (**TJSP, autos n. 1016133-28.2022.8.26.0100**).

Ao tratar das condições denominadas pelas partes como suspensivas, o contrato envolvendo a aquisição da Litoral Sul Transmissora de Energia Ltda. condicionou o fechamento da operação ao implemento das condições listadas, dentre elas a veracidade das declarações e garantias a partir da data de assinatura, até a data de fechamento, sendo que a renúncia ao cumprimento de tais condições poderia se dar expressamente e por escrito, a livre e exclusivo critério da adquirente[119].

O mesmo ocorreu na operação envolvendo a Itaúsa Investimentos, vendedora que se comprometeu a certificar a veracidade de todas as declarações e garantias prestadas, as quais deveriam estar e permanecer corretas no fechamento; a obrigação do adquirente, por sua vez, de pagar o preço e levar os atos de fechamento a efeito ficou condicionada ao cumprimento da condição precedente por parte da vendedora[120] ou à renúncia dada pelo adquirente.

Por sua vez, no contrato para aquisição da Assistcare Serviços de Saúde Ltda., além de o vendedor declarar e garantir a inexistência de potencial evento material adverso, foi incluída condição precedente que condiciona o fechamento da operação à não ocorrência de qualquer evento dessa natureza após a assinatura do contrato[121], de modo que a consumação só ocorrerá

---

[119] "3.1. Condições Suspensivas. As respectivas obrigações das Partes de consumar a Transação estão sujeitas ao cumprimento, a menos que a Compradora renuncie por escrito, total ou parcialmente (na medida em que tais condições possam ser renunciadas), no ou antes do Fechamento, de cada uma das seguintes condições: (...) (iii) As declarações e garantias feitas pelas Vendedoras contidas neste Contrato deverão ser verdadeiras e corretas em todos os aspectos a partir da data deste Contrato e da Data de Fechamento" (**TJSP, autos n. 1008623-53.2025.8.26.0004**).

[120] "3.1 Fechamento. Observados os termos e condições do presente Contrato, a compra e venda das Ações, a transferência de posse e titularidade das Ações à Compradora e o pagamento do Preço de Compra Base à Vendedora (o "Fechamento") deverá ocorrer (i) no último dia de um dado mês, caso a última condição suspensiva prevista no Capítulo 4 seja cumprida ou renunciada (conforme o caso) (...). (...) 4.3 Condições Suspensivas a Obrigações da Compradora. A obrigação da Compradora em pagar o Preço de Compra Base à Vendedora, conforme o disposto no presente instrumento, e em levar a pleno efeito os demais atos na Data de Fechamento, está condicionada ao atendimento (o qual poderá ser dispensado pela Compradora, a seu exclusivo critério), na Data de Fechamento ou antes de sua ocorrência, de cada uma das seguintes condições: (i) Declarações e Garantias. Todas as declarações e garantias prestadas pela Vendedora na Cláusula 8.1 (e atualizadas por meio da Cláusula 7. 7, se aplicável) serão corretas e verdadeiras no Fechamento; fica contudo ressalvado que as declarações e garantias prestadas expressamente com relação a determinada data específica apenas precisarão ser corretas e verdadeiras em tal data. (...) (iii) Ausência de Efeito Adverso Relevante. Nenhum Efeito Adverso Relevante tenha ocorrido desde a Data de Assinatura" (**CVM, Itaúsa Investimentos Itaú S.A.**)

[121] "5.1. Condições Precedentes. O Fechamento das operações previstas neste Contrato, conforme definido na Cláusula 6.1, está sujeito à verificação de cumprimento das seguintes condições precedentes na Data de Fechamento, ou antes desta ('Condições Precedentes'): (...) (vi) as Declarações e Garantias prestadas pelos Atuais Sócios nos termos da Cláusula 8.1 abaixo deverão ser verdadeiras, corretas, atualizadas e completas, tanto na data de assinatura deste Contrato como na Data de Fechamento, como se tivessem sido emitidas na Data de Fechamento (ou, se emitidas em relação a uma data específica, em tal data); (...) (viii) não tenha ocorrido, entre a data de assinatura deste Contrato e a Data de Fechamento, qualquer alteração que, a critério do Investidor, constitua um Evento Material Adverso; (...) 6.1. Data do Fechamento. Desde que verificadas (ou renunciadas pelo Investidor) as Condições Precedentes elencadas na Cláusula 5.1, a consumação das operações previstas no presente Contrato e seus anexos ('Fechamento"), ocorrerá no 5º (quinto) Dia Útil contado da data de assinatura, pelas Partes, do Termo de Fechamento (...)" (**TJSP, autos n. 1000667-96.2019.8.26.0100**).

mediante o implemento das condições, ou renúncia expressa por parte do adquirente. O que chama a atenção neste caso é a previsão expressa de que não poderá ter ocorrido alteração que "a critério do Investidor, constitua um Evento Material Adverso", o que, de acordo com a teoria da vagueza estratégica sugerida por Albert Choi e George Triantis, pode sinalizar a existência de vendedor qualificado – isto é, um vendedor que aceita a exposição a um potencial litígio porque, se necessário, entende que conseguirá sustentar o seu custo e demonstrar a não ocorrência de mudança material adversa, e que aceita, portanto, atribuir certa margem de discricionariedade para o investidor, afastando o vendedor que sabe ter ativo com potencial desvalorização, que tende a evitar compromissos desta natureza[122].

Do exposto, observa-se que é comum as partes preverem, nos contratos de operações de fechamento diferido que se utilizam da cláusula MAC, a não ocorrência de evento dessa natureza como condição precedente ao fechamento do negócio. Caso ocorra, confere-se ao comprador o direito de não seguir com o negócio, que será extinto. Adicionalmente, é possível extrair que tal previsão pode vir atada à disposições constantes da seção de declarações e garantias, sendo que, ao declarar e garantir a não ocorrência de evento MAC até a data de fechamento, a ocorrência de tal fato confere ao comprador o direito de resilir o negócio jurídico.

2.2.2 Cláusulas sobre declarações e garantias

As declarações e garantias correspondem à seção contratual na qual o vendedor declara e garante ao adquirente a precisão das informações fornecidas[123], o que pode incluir, de forma expressa, as demonstrações financeiras da sociedade-alvo, além de, dentre outros, aspectos contratuais e litigiosos nos quais está envolvida. Nesse sentido, as partes costumam inserir a cláusula MAC na seção contratual denominada de declarações e garantias, por meio da qual a declarante afirma não ter sofrido um evento material adverso após determinada data.

---

[122] CHOI, Albert; TRIANTIS, George. **Strategic vagueness in contract design:** the case of corporate acquisitions. The Yale Law Journal, New Haven, v. 119, n. 5, mar. 2010, p. 893.

[123] Sobre o tema, vide GREZZANA, Giácomo Luiz Maria Oliveira. **A natureza jurídica da cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária.** 2019, p. 84: "As declarações e garantias podem ser aplicadas a qualquer objeto, desde a compra e venda de um imóvel até um aumento de capital social com integralização em ações. O que importa é que o bem possa ser qualificado a partir de afirmações de fatos presentes ou passados. Em alienações de participação societária, porém, as declarações e garantias do alienante apresentam a peculiaridade de tornar relevantes para o negócio certas características que, de outra forma, permaneceriam simples motivos do negócio. Isso nos permite classificá-las como um subtipo específico dentro do tipo maior que é a cláusula de declarações e garantias. E nisso se diferencial substancialmente das declarações e garantias aplicadas a outros tipos de operação, pois aqui elas recaem sobre itens que sequer compõem o objeto do negócio, vindo a desempenhar, para tal mister, funções diferentes."

A MAC pode ser mencionada de forma genérica, ou estar vinculada a determinado aspecto, tal como previsto no contrato para aquisição da Mineração Taboca S.A., que dispôs que a assinatura do contrato de compra e venda não viola ou conflita com qualquer outro negócio jurídico da companhia que possa gerar um efeito adverso relevante para a sociedade-alvo e que esta não possui qualquer passivo ou contingência que deveria ter sido apontado nas demonstrações financeiras disponibilizadas ao adquirente, e cuja ausência acarrete um efeito material adverso[124]. A noção de efeito adverso relevante, portanto, é

[124] 5.1. A Vendedora presta à Compradora as seguintes declarações e garantias que são e serão exatas, fiéis e corretas nesta data e na Data do Fechamento, exceto pelas declarações e garantias que abordam uma data em particular:
(...)
5.1.6. Não-violação. A assinatura e a execução deste Contrato pela Vendedora, pela Companhia e pela Mamoré, e a conclusão das operações aqui descritas não:
(a) violam ou conflitam em seus termos, de forma a ter um Efeito Adverso Relevante sobre a Companhia e/ou sobre as Subsidiárias Taboca com (1) qualquer documento constitutivo ou societário da Vendedora, da Companhia ou das Subsidiárias Taboca, (2) qualquer contrato, compromisso, obrigação, entendimento, acordo ou restrição de qualquer natureza de que a Vendedora, a Companhia ou as Subsidiárias Taboca sejam parte ou à qual estejam sujeitas, de forma a ter um Efeito Adverso Relevante sobre a Companhia e/ou as Subsidiárias Taboca, exceto com relação aos contratos previstos no Anexo 3.1.2, para os quais consentimentos serão obtidos pela Vendedora;
(b) violam ou conflitam em seus termos com qualquer ordem, decisão ou julgado emitido por qualquer Autoridade Governamental aplicável à Vendedora, à Companhia ou às Subsidiárias Taboca, ou aos seus respectivos ativos ou bens de forma a ter um Efeito Adverso Relevante sobre a Companhia ou sobre as Subsidiárias Taboca; (...) 5.1.7. Demonstrações Financeiras. (...) (b) Até a data de 30 de junho de 2008, a Companhia e/ou as Subsidiárias Taboca não têm nenhum tipo de obrigação, dívida, passivo ou contingência que conforme as regras e Princípios Contábeis Brasileiros deveriam ser refletidos nas Demonstrações Financeiras ou suas notas, mas que não estejam de fato, e cuja ausência acarrete um Efeito Material Adverso. 5.1.8. Litígios. À exceção do disposto no Anexo 5.1.8, e exceto por litígios que não possam causar um Efeito Adverso Relevante sobre a Companhia ou sobre as Subsidiárias Taboca, não existem reivindicações, ações ou processos judiciais, administrativos, extrajudiciais ou arbitrais de natureza civil, comercial, trabalhista, previdenciária, fiscal ou de qualquer outra natureza, que envolvam a Companhia e/ou as Subsidiárias Taboca, que estejam pendentes ou em andamento em valor superior a R$500.000,00 (quinhentos mil Reais), individual ou conjuntamente. (...) 5.1.10. Condução de atividades conforme a Lei; Conformidade. A Companhia e as Subsidiárias Taboca conduziram e continuam a conduzir suas atividades observando em todos os seus aspectos relevantes todas as Leis aplicáveis e não violam ou estão violando quaisquer destas Leis, exceto por atos que não possam causar um Efeito Adverso Relevante. 5.1.11. Aspectos Trabalhistas. (...) Exceto se de outra forma disposto no Anexo 5.1.11 ao presente Contrato: (...) (b) a Companhia e as Subsidiárias Taboca cumpriram e cumprem de forma material todas as obrigações de natureza trabalhista e previdenciária previstas em Lei com relação aos seus empregados, exceto por atos que não possam causar um Efeito Adverso Relevante, e efetuaram e efetuam todos os pagamentos para ou com relação aos empregados, conforme exigidos pelas Leis aplicáveis, incluindo contribuições previdenciárias e pagamentos ao FGTS; (...) 5.1.17. Questões Ambientais, de Licenciamento e Recursos Naturais e Hídricos. As licenças listadas no Anexo 5.1.17(A) são todas licenças ambientais e outorgas de direito de uso de recursos hídricos necessárias à Companhia e/ou às Subsidiárias Taboca para o exercício de suas atividades, bem como a Companhia e as Subsidiárias Taboca cumprem e observam as suas condicionantes e requerimentos em todos os seus aspectos, exceto aquelas condicionantes e requerimentos que não possam causar um Efeito Adverso Relevante. Exceto com relação ao listado no Anexo 5.1.17(B), as licenças listadas no Anexo 5.1.17(A) estão atualmente em vigor ou em fase de renovação, as quais são as licenças relevantes necessárias para o exercício de suas atividades. Exceto por atos que não possam causar um Efeito Adverso Relevante na Companhia e/ou nas Subsidiárias Taboca e pelo disposto no Anexo 5.1.17(C): (a) a Companhia e as Subsidiárias Taboca cumprem e observam todas as leis de matéria ambiental e de recursos naturais e hídricos aplicáveis aos Negócios, em todos os seus aspectos relevantes; e (b) não há processos administrativos ou judiciais, incluindo, mas não limitado, a ações civis públicas ou ações populares ou investigações governamentais em relação ou contra a Vendedora, a Companhia e/ou as Subsidiárias Taboca, resultantes ou relativos a assuntos ambientais que

utilizada como critério material para definir o alcance das declarações prestadas. A cláusula de não violação, por exemplo, condiciona a relevância jurídica de eventuais conflitos à sua aptidão para causar mudança material adversa à companhia, ao dispor que a assinatura e execução do contrato não "violam ou conflitam em seus termos, de forma a ter um Efeito Adverso Relevante sobre a Companhia e/ou sobre as Subsidiárias Taboca" com documentos societários, contratos relevantes ou decisões de autoridades governamentais.

Já no contrato envolvendo a CIPA FM Publicações e Eventos Ltda., as declarações e garantias dos vendedores foram diretamente relacionadas a litígios e reivindicações e, apesar de não mencionarem expressamente os termos definidos como "Mudança Substancial Adversa" ou "Efeito Substancial Adverso", tratam de litígios que podem afetar substancial e prejudicialmente os ativos da sociedade-alvo[125]. Cumpre pontuar que o documento foi firmado originalmente em língua inglesa, apesar de contar com cláusula segundo a qual o contrato será regido e interpretado de acordo com as leis brasileiras[126]. No caso, a cláusula fala de litígios que possam afetar substancial e prejudicialmente a operação dos negócios da sociedade-alvo, sendo que no dispositivo é utilizada a expressão "*materially and adversely affect*", sem

---

estejam pendentes ou iminentes, perante qualquer corte ou tribunal de repartição governamental. (...) 5.1.19. Aspectos Tributários. (a) exceto em circunstâncias que não possam causar um Efeito Adverso Relevante sobre a Companhia e/ou sobre as Subsidiárias Taboca, a Companhia e as Subsidiárias Taboca cumpriram integral e tempestivamente com todas as suas respectivas obrigações tributárias, inclusive as obrigações acessórias (observado o disposto na alínea (b) seguinte), ressalvadas as obrigações tributárias contestadas judicial ou administrativamente, na forma da legislação aplicável, as quais encontram-se listadas no Anexo 5.1.19(a), ou as obrigações tributárias devidamente provisionadas nas Demonstrações Financeiras. (b) exceto em circunstâncias que não possam causar um Efeito Adverso Relevante sobre a Companhia e/ou sobre as Subsidiárias Taboca, nenhuma multa ou penalidade imposta pelas Autoridades Governamentais competentes, devido à falta de pagamento ou ao pagamento em atraso de quaisquer tributos devidos, ou resultante do descumprimento das obrigações tributárias acessórias ou do atraso no seu pagamento, ou, ainda, resultante de qualquer fiscalização realizada pelas Autoridades Governamentais, deixou de ser paga ou de ser contestada tempestivamente, seja na esfera judicial, seja na administrativa. 5.1.20. Imóveis. (...) (b) o uso atual do Imóvel é um uso legalmente permitido, todas as aprovações e licenças necessárias para tal uso atual foram obtidas ou estão em fase de obtenção e todos os tributos e despesas devidas foram pagos, exceto quando a ausência de tais aprovações ou licenças não acarretarem um Efeito Relevante Adverso. (**TJSP, autos n. 1045658-55.2022.8.26.0100**)

[125] 9.01. Compromisso dos Sevieris. Além de quaisquer outras declarações ou garantias de outra forma previstas, os Sevieris fazem neste instrumento as seguintes declarações e garantias à Compradora, cada uma das quais também será verdadeira e correta na Data do Fechamento, conforme previsto na Cláusula 9.01.24 abaixo. (...) 9.01.12 Litígio e Reivindicações. Salvo melhor juízo do Vendedor, não há quaisquer reivindicações ou investigações em trâmite ou ameaça de reivindicações ou investigações perante quaisquer autoridades judiciais, administrativas ou outras autoridades (inclusive tribunais arbitrais) relacionadas a quaisquer ativos ou outro relacionamento pertencente aos Ativos Transferidos ou de outra forma relacionado à operação dos Negócios e não há quaisquer circunstâncias que poderiam dar origem a qualquer litígio que possam afetar substancial e prejudicialmente os Ativos Transferidos ou os Negócios Relevantes conforme atualmente conduzidos pelo Grupo Cipa e que possam afetar a atividade da CIPA FM ou que deem origem à responsabilidade dela. (...) 9.01.24 Exatidão na Data do Fechamento. As declarações e garantias dos Sevieris contidas neste instrumento serão verdadeiras e corretas também em, e como se feitas na Data do Fechamento. (**TJSP, autos n. 1002373-59.2015.8.26.0002**)

[126] 14.07. Leis Aplicáveis. Este Contrato e os direitos e obrigações das Partes segundo este instrumento serão regidos, e interpretados de acordo com as leis da República Federativa do Brasil. (**TJSP, autos n. 1002373-59.2015.8.26.0002**)

recorrer ao termo definido "*Material Adverse Effect*" que consta em outra seção do documento, o que aponta para possível inconsistência na revisão contratual, tendo em vista que o objetivo parece ter sido tratar de eventos da mesma natureza.

Na aquisição da Transpaulo Logística Ltda., as declarações e garantias trataram de forma específica sobre a inexistência de infrações a direitos de propriedade intelectual de terceiros, além de contemplar aspectos genéricos de condução dos negócios e de fatos não divulgados, todos que possam afetar de maneira adversa e relevante os negócios da sociedade-alvo, sendo que, igualmente, não foi utilizado o termo definido[127].

No contrato envolvendo a Litoral Sul Transmissora de Energia Ltda., as declarações e garantias contemplam a inexistência de questões relacionadas a litígios, demonstrações financeiras e informações não reveladas pelos vendedores que possam produzir efeito substancial adverso nesses três âmbitos[128].

---

[127] 4.1. Declarações e Garantias dos Vendedores. Os Vendedores declaram e garantem à Compradora o quanto segue, declarações e garantias essas que afirma serem verdadeiras, corretas e completas nesta data e na Data de Fechamento: (...) 4.1.9. Propriedade Intelectual. (...) As Sociedades não infringem qualquer Propriedade Intelectual de terceiros ou qualquer outro direito a ela relacionado que possam gerar um Efeito Adverso Relevante. (...) 4.1.18. Condução dos Negócios. Desde 31 de dezembro de 2012, as Sociedades têm conduzido suas atividades no curso normal dos negócios, de acordo com suas práticas passadas, e não sofreram Efeito Adverso Relevante. 4.1.19. Divulgação. Não há qualquer fato não divulgado pela Compradora que (i) afete ou possa afetar de maneira adversa e relevante os negócios, resultado operacional, situação financeira, ativos (incluindo os intangíveis) ou passivos das Sociedades, em decorrência de atos ou eventos anteriores à presente data e à Data de Fechamento. (**TJSP, autos n. 0009826-48.2017.8.26.0004**)

[128] Artigo V.1 - Declarações e Garantias das Vendedoras. Cada Vendedora declara e garante individualmente em benefício da Compradora (ficando ressalvado que a Ceepower represente apenas com relação a si mesma; a Ceepower Brazil represente apenas com relação a si mesma; a Brafer represente apenas em relação a si mesma) a partir da data deste instrumento e a partir da Data de Fechamento, com exceção das declarações e garantias conforme expressamente dizem respeito apenas a partir de uma data ou hora específica, que só precisa ser correta e precisa a partir dessa data e hora, da seguinte forma: (...) 5.3. Litígio. Não há Reivindicações em andamento ou em aberto das quais as Vendedoras sejam parte, que tenham um Efeito Substancial Adverso sobre a capacidade das Vendedoras de cumprir qualquer uma de suas obrigações de acordo com os Documentos da Transação aos quais são uma parte. (...) Artigo V.2 - Declarações e Garantias das Vendedoras com Relação à Sociedade. As Vendedoras, solidariamente e em conjunto, declaram e garantem à Compradora a partir da data deste instrumento e a partir da Data de Fechamento (com exceção das declarações e garantias conforme expressamente dizem respeito apenas a partir de uma data ou hora específica, que só precisa ser correta e precisa a partir dessa data e hora), da seguinte forma: (...) 5.3. Litígio. Não há Reivindicações em andamento ou em aberto das quais as Vendedoras sejam parte, que tenham um Efeito Substancial Adverso sobre a capacidade das Vendedoras de cumprir qualquer uma de suas obrigações de acordo com os Documentos da Transação aos quais são uma parte. (...) 5.9. Demonstrações Financeiras. As Demonstrações Financeiras são verdadeiras, precisas e completas e foram elaboradas em conformidade com a Lei aplicável e os GAAP brasileiros, de forma consistente, e representam de forma justa a posição financeira, os resultados das operações e as mudanças na posição financeira da Sociedade. Os livros e registros contábeis da Sociedade são verdadeiros, precisos e completos e foram elaborados de acordo com a Lei aplicável e os GAAP brasileiros. Não há passivos não divulgados, ocultos ou contingentes, materializados ou não, incluindo, entre outros, quaisquer Ônus e gravames, de qualquer natureza, que tenham um Efeito Substancial Adverso para a Sociedade e/ou as Quotas. (...) 5.27. Transparência e Verdade. Durante a due diligence, a Compradora e seus consultores contratados receberam todas as informações sobre os negócios da Sociedade, e não há nenhuma informação, que a Vendedora ou a Sociedade tenham conhecimento, que não tenha sido divulgada à Compradora da maneira descrita acima ou em qualquer anexo deste Contrato que tenha um Efeito Substancial Adverso. Todas as informações nas declarações e garantias fornecidas neste instrumento e nos certificados, declarações ou qualquer outro documento fornecido ou a ser

No contrato da Assistcare Serviços de Saúde Ltda., a redação foi categórica ao dispor que as declarações e garantias prestadas pelos vendedores deverão ser verdadeiras, corretas, atualizadas e completas tanto na data de assinatura do contrato, quanto na data do fechamento, sendo declarada a inocorrência de "qualquer alteração que, a critério do Investidor, constitua um Evento Material Adverso"[129]. Neste caso, o que chama a atenção é o uso da expressão "a critério do Investidor", que confere discricionariedade ao comprador para decidir o que será considerado materialmente adverso.

A questão foi tratada da mesma forma no contrato celebrado pela Itaúsa – Investimentos Itaú S.A., acerca da operação envolvendo a aquisição de participação societária da Elekeiroz S.A., em que, além de ratificar a veracidade das declarações e garantias na data de fechamento e declarar a inocorrência de efeito adverso relevante desde a data de assinatura, o vendedor se comprometeu a fornecer certificado devidamente assinado à adquirente, confirmando que todas as declarações e garantias são corretas e verdadeiras[130].

Dos oito contratos analisados, somente dois não contemplam a cláusula MAC na seção de declarações e garantias, quais sejam, o instrumento envolvendo a aquisição da Guide Investimentos S.A. e aquele concernente à operação de compra da Compusoftware

---

fornecido pela Vendedora ou pela Sociedade à Compradora, de acordo com as disposições deste instrumento ou relacionadas à transação contida deste instrumento, são verdadeiras, precisas e completas. Todos os documentos fornecidos para Compradoras são cópias verdadeiras, completas e corretas dos documentos que eles pretendem representar. (**TJSP, autos n. 1008623-53.2025.8.26.0004**)

[129] 8.1. Declarações e Garantias dos Atuais Sócios e da Sociedade. Os Atuais Sócios e a Sociedade, neste ato, declaram conjuntamente, e garantem ao Investidor, de forma solidária, que as seguintes informações são verdadeiras, completas, precisas, corretas e não enganosas na presente data e que continuarão verdadeiras, completas, precisas, corretas e não enganosas na Data de Fechamento, como se fossem prestadas na Data de Fechamento: (...) 8.1.15. Condução de Negócios. Desde a Data Base até a presente data (a) os negócios da Sociedade vem sendo conduzidos regularmente, no seu curso normal e ordinário, e em conformidade com seus documentos organizacionais, em atendimento à Legislação aplicável, sem qualquer alteração relevante; (b) não ocorreu qualquer alteração nos ativos, responsabilidades, negócios, resultados operacionais ou situação financeira, jurídica, econômica ou comercial da Sociedade, exceto aquelas decorrentes do curso normal dos negócios; e (c) nenhum dos seguintes atos foi praticado: (...) (9) qualquer alteração em qualquer prática ou método contábil, exceto por aqueles requeridos pela Legislação aplicável, e pelas ações que não causem, em conjunto ou separadamente, um Evento Material Adverso para a Sociedade. (**TJSP, autos n. 1000667-96.2019.8.26.0100**)

[130] 8.1 Declarações e Garantias da Vendedora. Pelo presente instrumento, a Vendedora presta à Compradora as declarações e garantias a seguir, as quais a Vendedora declara serem verdadeiras e corretas na data deste instrumento: (...) 8.1.6 Ausência de Efeito Adverso Relevante, Condução dos Negócios. Desde a Data Base não foi verificado qualquer Efeito Adverso Relevante. Exceto pelo disposto no Anexo 8.1.6, desde Data Base até a presente data, (a) os negócios da Sociedade vêm sendo conduzidos regularmente, no seu curso normal e ordinário, e em conformidade com seus documentos organizacionais, em atendimento às Leis Aplicáveis; (b) não ocorreu qualquer alteração nos ativos, responsabilidades, negócios, resultados operacionais ou situação financeira, jurídica, econômica ou comercial da Sociedade, exceto aquelas decorrentes do curso normal dos negócios; (c) nenhum dos seguintes atos foi praticado: (...) (16) alteração, modificação, renovação ou rescisão de quaisquer contratos, acordos, garantias ou compromissos, pré-contrato, memorando de entendimentos e/ou carta de intenções, celebrados até esta data, sejam eles escritos ou verbais, que causem Evento Adverso Relevante para a Sociedade; (...) (**CVM, Itaúsa Investimentos Itaú S.A.**)

Informática Ltda. Nos dois casos, as partes optaram por utilizar termo definido com redação restrita para definir o que será alteração material adversa para fins daquele contrato, e contemplaram a inocorrência de evento dessa natureza como condição precedente ao fechamento da operação, conforme tratado na subseção 2.2.1. acima.

Nesse sentido, nota-se o padrão de que as declarações e garantias vinculadas a eventos MAC, que certificam sua inocorrência, devem permanecer válidas até a data de fechamento, sob pena de conferir ao adquirente o direito de não seguir com a transação. Entre a assinatura do contrato e o seu fechamento, poderá transcorrer um tempo significativo, motivo pelo qual se faz relevante disposição contratual que preveja que, durante esse período, não ocorreu qualquer evento fora do curso normal das atividades, ou seja, qualquer fato substancialmente adverso que possa resultar em uma alteração material das condições econômicas da sociedade-alvo[131].

Para o vendedor, é importante que o contrato contemple cláusula de declaração e garantia do adquirente, no sentido de que foi realizada auditoria financeira e jurídica e que toda a documentação solicitada foi devidamente apresentada, detendo a compradora conhecimento suficiente para avaliar o negócio e decidir por sua celebração. Essa declaração diminui as chances de o adquirente tentar desfazer o contrato sob justificativa de que desconhecia a situação da sociedade-alvo no momento da celebração, preocupação esta que foi tratada no contrato para aquisição da Mineração Taboca S.A.[132]. Nessa hipótese, cabe ao comprador, a fim de se resguardar, inserir disposição no sentido de que o vendedor é responsável pela imprecisão ou falsidade das declarações e garantias prestadas[133].

Assim, a cláusula MAC pode ser inserida como uma declaração autônoma, no sentido de prever que, até determinada data, o vendedor não verificou a ocorrência de qualquer evento que pudesse ser classificado como MAC acerca da sociedade-alvo. Além disso, quando o vendedor declara que não há, até aquele momento, qualquer litígio em andamento que possa representar ou vir a representar um evento dessa natureza, a cláusula serve como uma

---

[131] BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições:** aspectos estratégicos, societários, negociais, contratuais e fiscais. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 307.

[132] Capítulo VI. Declarações e Garantias da Compradora (...) 6.2. A Compradora tem conhecimento e experiência em assuntos financeiros e negociais e declara-se plenamente capaz para avaliar a Companhia, a Mamoré, seus Negócios e condição financeira. Ao decidir celebrar este Contrato com a Vendedora, a Compradora fiou-se única e exclusivamente nos resultados de sua investigação sobre a Companhia e sobre a Mamoré e nas declarações e garantias prestadas pela Vendedora no Capítulo V acima. (TJSP **1045658-55.2022.8.26.0100**).

[133] BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições:** aspectos estratégicos, societários, negociais, contratuais e fiscais. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 312.

qualificadora das declarações e garantias[134], no sentido de que ainda que haja inconsistência na declaração prestada, tal fato só será juridicamente relevante se o impacto causar mudança material adversa.

Diante do exposto, observa-se que a prática contratual examinada revela ser costumeira a utilização da cláusula MAC como qualificadora das declarações e garantias. Isso porque, ao mesmo tempo em que confere ao adquirente uma forma para lidar com fatos supervenientes que alterem substancialmente a equação econômico-financeira do ativo, esse mecanismo pode conferir segurança jurídica ao vendedor ao dispor que o comprador detém conhecimento técnico para a tomada de decisão, a qual se deu de maneira bem-informada mediante disponibilização de todos os documentos necessários, e que somente inconsistências substanciais podem dar margem para reclamações pelo adquirente, sejam elas de natureza indenizatória ou extintiva. Nesse sentido, a utilização da cláusula MAC na seção de declarações e garantias pode compatibilizar a proteção do adquirente com a segurança do vendedor.

2.2.3 Cláusulas sobre extinção hipóteses de extinção do contrato

Além de vincular a cláusula MAC às condições precedentes e às declarações e garantias, quatro dos oito contratos analisados também aplicam esse mecanismo na seção de extinção contratual, com previsão expressa do direito de resilição do comprador e, como consequência, o desfazimento do negócio.

No contrato celebrado para aquisição da corretora Guide Investimentos S.A., o direito de resilição contratual por parte do comprador, na hipótese de a receita líquida da sociedade-alvo caracterizar um efeito adverso material, foi expressamente previsto na cláusula

[134] THEILKUHL, Daniel Ugo Rivera. **A cláusula MAC como mecanismo contratual para a gestão dos riscos decorrentes do desequilíbrio superveniente em operações de M&A**. Dissertação (Mestrado Profissional em Direito Civil Contemporâneo e Prática Jurídica) – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 19 mai. 2023, p. 58-59.

que trata da extinção do contrato antes da data de fechamento[135], caso em que o contrato seria extinto sem que houvesse qualquer obrigação ou responsabilidade remanescente às partes.

Já no contrato para aquisição de participação societária da CIPA FM Publicações e Eventos Ltda., foi inserido um capítulo específico para tratar do "direito de retirada" da compradora antes da data de fechamento, sendo-lhe garantido exercer esse direito diante da ocorrência de um efeito substancial adverso nos negócios ou na sociedade-alvo[136]. Restou previsto, ainda, que com a "retirada" da adquirente, o contrato seria automaticamente encerrado e as partes, liberadas de todas as suas respectivas obrigações, com exceção daquelas que devem subsistir ao término do contrato, quais sejam, confidencialidade, notificações, leis aplicáveis e arbitragem.

Da mesma forma, na transação envolvendo a Transpaulo Logística Ltda., observa-se a utilização de cláusula de resilição em que é conferido à compradora o direito de desligar-se na hipótese de as certidões e documentos da sociedade-alvo não serem entregues pelos vendedores até a data de fechamento ou, se entregues, tais documentos indicarem contingência que possa causar um efeito adverso relevante nas sociedades-alvo[137].

Ao tratar do tema, o negócio jurídico celebrado pela Itaúsa Investimentos S.A. para aquisição de participação da Elekeiroz S.A. dispôs que o contrato poderia ser resilido a qualquer tempo antes do fechamento, por qualquer das partes, na hipótese de descumprimento de qualquer declaração e garantia contida no contrato que (1) viesse a causar a não materialização de determinada condição precedente ao fechamento, (2) fosse insanável, ou, se fosse sanável, não o fosse dentro do prazo de dez dias[138]. Nesse sentido, o referido contrato

---

[135] 11.1 Rescisão. Este Contrato pode ser rescindido a qualquer momento antes do fechamento: (...) (iv) pelo Comprador, se a Receita Líquida YTD ou a Receita Líquida LTM (conforme o caso) constituírem um Efeito Adverso Material. 11.2 Efeito da rescisão. Em caso de rescisão do presente Contrato conforme previsto na Seção 11.1. o presente Contrato deixará imediatamente de ser válido e não haverá qualquer outra responsabilidade ou obrigação nos termos do presente Contrato por parte do Comprador ou do Vendedor ou das respectivas Afiliadas, exceto: (i) Esta Seção 11 (Rescisão), Seção 12.2 e seguintes. (Lei Aplicável e Resolução de Disputas) e a Seção 13.8 (Confidencialidade) sobreviverão a tal rescisão; (ii) nenhuma dessas rescisões eximirá qualquer Parte da responsabilidade por qualquer violação de qualquer declaração, garantia ou convênio aqui contido. (**TJSP, autos n. 1016133-28.2022.8.26.0100**)

[136] Artigo 6. Direito de Retirada. 6.01 Sem prejuízo de qualquer outro direito ou recurso previsto neste Contrato, em Lei ou de outra maneira (incluindo o direito de indenização adicional), a Compradora terá o direito de se retirar do Contrato por meio de entrega de notificação por escrito ao Vendedor antes da Data de Fechamento mediante a ocorrência de qualquer uma das circunstâncias a seguir: 6.01.1 um Efeito Substancial Adverso referente ao Negócio, à Apic ou à CIPA FM; ou (...). (**TJSP, autos n. 1002373-59.2015.8.26.0002**)

[137] 5.2. Resilição. O presente Contrato poderá ser resilido: (...) b. pela Compradora, caso as certidões e documentos das Sociedades listados no Anexo 5.1(b) não sejam entregues até a Data de Fechamento ou caso tais certidões e documentos indiquem contingências das Sociedades que possam causar um Efeito Adverso Relevante. (**TJSP, autos n. 0009826-48.2017.8.26.0004**)

[138] 12.1 Rescisão. O presente Contrato poderá ser rescindido a qualquer tempo, antes do Fechamento: (...) (ii) pela Compradora ou pela Vendedora: (a) se a outra Parte tiver descumprido qualquer declaração, garantia, acordo ou avença significativa contida no presente Contrato, e tal descumprimento (A) der ensejo à não materialização

prevê, na seção de declarações e garantias, a afirmação sobre a inexistência de evento adverso relevante até a data do fechamento, além de dispor que tal declaração se trata de uma condição precedente ao fechamento do negócio. Assim, caso ocorra evento dessa natureza, ficará caracterizado o descumprimento de uma declaração e garantia e, ao mesmo tempo, a não materialização da referida condição precedente, o que permite ao adquirente exercer seu direito de desligar-se, nos termos previstos na respectiva cláusula de resilição.

Vale registrar que, ainda que a cláusula MAC não esteja prevista expressamente na seção de extinção do contrato como uma hipótese de resilição, se inserida como condição precedente ao negócio, vinculada ou não às declarações e garantias, diante da ocorrência de alteração material adversa, o efeito prático será o mesmo, qual seja, conferir ao comprador o direito de desvincular-se do negócio até a data de fechamento.

A eficácia extintiva da MAC, portanto, independe da seção contratual em que é positivada, sendo o conteúdo contratual decorrente da sua interpretação sistemática que irá determinar o alcance do direito de desligamento do comprador.

2.3 **Estratégias contratuais e tendências de redação na operacionalização da extinção via MAC**

A observação de exemplos concretos de contratos brasileiros de compra e venda de participação societária trazidos nesta dissertação permite identificar alguns padrões recorrentes de estruturação da cláusula MAC, os quais refletem escolhas estratégicas conscientes das partes quanto à alocação de riscos, ao grau de flexibilidade decisória desejado e à modulação de eventuais disputas. Essas escolhas manifestam-se tanto no conteúdo normativo da cláusula quanto no grau de especificidade da definição de mudança material adversa e, sobretudo, na função estrutural que a MAC desempenha no arranjo contratual como um todo.

Embora os contratos analisados não façam uso das expressões “inclusive” ou “incluindo” na definição do que é compreendido como mudança material adversa, o que demonstraria de forma inequívoca que a cláusula prevê um rol exemplificativo, em determinadas operações observa-se a adoção de redação funcionalmente equivalente. O

---

de determinada condição suspensiva ao Fechamento sob o presente instrumento, e (B) alternativamente (1) for insanável ou (2) puder ser sanado mas não o for antes da ocorrência do primeiro dentre (x) 17h00 (horário do Brasil) na data correspondente a 10 (dez) Dias Úteis após o recebimento pela Parte inadimplente de notificação escrita a esse respeito, ou (y) 17h00 (horário do Brasil) na data imediatamente anterior à Data de Fechamento; (**CVM, Itaúsa Investimentos Itaú S.A.**)

contrato celebrado para aquisição da Compusoftware, por exemplo, embora utilize uma cláusula MAC composta por uma formulação genérica seguida de uma lista específica de eventos, prevê expressamente que os eventos elencados não prejudicam a generalidade da definição[139], de modo que fatos supervenientes não listados podem, em tese, caracterizar mudança adversa relevante, desde que preenchidos os pressupostos genéricos estabelecidos na cláusula.

Quando redigida com linguagem ampla, marcada por conceitos indeterminados e ausência de quantificação objetiva da materialidade, e posicionada como condição precedente ao fechamento da operação, a cláusula MAC amplia significativamente a discricionariedade *ex post* em prol do adquirente. Nesses casos, é na execução contratual que será avaliado se determinado fato superveniente alterou de maneira substancial as bases econômicas da operação, à luz das circunstâncias concretas verificadas. A função primordial da cláusula, nesse contexto, não é antecipar exaustivamente todos os riscos relevantes, mas preservar uma margem de flexibilidade decisória que permita acomodar incertezas inerentes ao período que antecede o fechamento.

A literatura sobre vagueza estratégica oferece um arcabouço teórico que permite compreender o racional dessa opção redacional. Cláusulas abertas tendem a reduzir os custos de especificação *ex ante*, o que mantém um espaço para acomodar informações que emergem no período intercalar, e podem melhorar a alocação de riscos *ex post* ao desincentivar litígios com baixa chance de êxito, o que, em contrapartida, incentiva renegociações eficientes. Assim, ao mesmo tempo em que as cláusulas vagas podem aumentar a margem de disputa,

---

[139] "Mudança Adversa Relevante significa qualquer fato, evento, ocorrência, circunstância, alteração, modificação regulatória, concluída ou em andamento, que, individual ou coletivamente, possa afetar de forma substancial e adversa a situação econômica, patrimonial ou financeira, bem como os negócios, resultados atuais e futuros, ativos, propriedade ou direitos da entidade relevante. **Sem prejuízo da generalidade do acima exposto, uma Mudança Adversa Relevante será considerada ter ocorrido:** (i) se os acionistas tomarem medidas para dissolver a entidade relevante e/ou a entidade relevante arquivos de falência, recuperação judicial ou extrajudicial antes do Fechamento; (ii) se qualquer Autoridade Governamental tem promulgada, emitido, promulgada ou imposta, ameaçou decretar, emitir, promulgar ou fazer cumprir qualquer lei, acórdão, sentença, liminar ou medida de efeito semelhante que permanentemente pode restringir ou proibir o Contrato, a Aquisição ou a Incorporação ou tem instituído (ou ameaçou instituir) qualquer ação administrativa ou (não-) judicial ou processo confrontando (qualquer parte material) a Transação; (iii) no caso foram feitas alegações de fraude ou suborno por ou em nome da entidade relevante, salvar apenas a estender tal fraude ou suborno não tem ou é improvável que tenha um impacto negativo distinguível no negócio ou a reputação da entidade relevante e os acionistas, a entidade relevante ou seus diretores, executivos ou funcionários em sua capacidade como tal tornou-se sujeito a ou publicamente está ameaçado de ser submetido a investigações relacionadas a tal fraude ou suborno; e (iv) no caso de alienação de todos ou substancialmente todos os ativos da entidade relevante, incluindo, entre outros, os direitos de propriedade intelectual, a entidade relevante tem antes do presente Contrato e em caso de rescisão dos contratos mencionados na Cláusula 5.1 (viii)." (**TJSP 1030905-67.2020.8.26.0002**)

também podem reduzir o ruído contratual e alinhar incentivos quando comparadas a cláusulas rígidas com gatilhos estreitos[140].

No polo oposto, quando as partes optam por estruturar a MAC de forma restrita, acompanhada de listas de inclusões, parâmetros quantitativos e exceções específicas, observa-se uma tendência à redução das incertezas interpretativas e custos esperados de litígio. Nesse desenho, o debate jurídico se desloca da controvérsia acerca da substancialidade do fato superveniente para a verificação objetiva do enquadramento do evento nas métricas ou hipóteses previamente pactuadas, tais como quedas percentuais de receita, impactos financeiros persistentes por períodos pré-definidos ou superação de determinados limiares econômicos.

O efeito imediato da utilização de cláusulas restritas é a simplificação do regime probatório aplicável ao adquirente, a quem basta demonstrar a ocorrência do evento ou o atingimento do parâmetro contratualmente definido, o que reduz o espaço para controvérsias acerca da materialidade. Essa previsibilidade, contudo, é obtida à custa de menor flexibilidade, visto que eventos economicamente relevantes, mas não antecipados pelas partes, podem ficar fora do gatilho de desligamento, especialmente quando as listas assumem caráter taxativo ou as exceções são longas. Nesses casos, o risco pode ser mitigado mediante inclusão de cláusulas de interpretação e utilização de rol exemplificativo, o que evita conclusões excludentes indesejadas e permite o retorno à definição genérica para a avaliação da materialidade residual, isto é, dos eventos não expressamente listados[141].

Quando a MAC aparece predominantemente como declaração e garantia de inocorrência de evento material adverso entre datas de referência e o fechamento da operação, seu descumprimento pode produzir efeitos distintos, a depender do arranjo adotado no contrato. A falsidade ou inexatidão da declaração pode fundamentar um direito de desligamento, especialmente quando vinculada a condições precedentes, bem como dar ensejo a um regime indenizatório típico de violação de declarações e garantias.

Os contratos analisados revelam o uso frequente da MAC como termo definido, condição suspensiva ao fechamento da operação, declaração e garantia ou, simultaneamente, hipótese de resilição, reforçando o direito extintivo do adquirente. Em paralelo, a violação dessa declaração pode gerar obrigações indenizatórias, sobretudo quando a MAC é

---

[140] CHOI, Albert; TRIANTIS, George. **Strategic vagueness in contract design:** the case of corporate acquisitions. The Yale Law Journal, New Haven, v. 119, n. 5, mar. 2010, p. 893.
[141] OLIVEIRA E SÁ, Fernando. **Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas**. *In:* Direito e Justiça, vol. Especial, 2012, p. 431-432.

empregada como critério de materialidade para outras declarações e garantias, tais como aquelas relacionadas a litígios, demonstrações financeiras e condução dos negócios. Ainda que o foco desta dissertação seja a função extintiva da cláusula MAC, identificou-se, em alguns dos instrumentos contratuais analisados, a sua utilização com finalidade indenizatória, tanto como gatilho direto de indenização[142] quanto como qualificador das declarações e garantias conexas. A articulação entre MAC, declarações e garantias e condições de fechamento cria, assim, uma rede de pretensões contratuais, com vistas a ampliar as opções das partes diante da superveniência de eventos adversos relevantes.

Além disso, o exame conjunto das estratégias contratuais identificadas evidencia que não há um modelo único ou dominante da redação da cláusula MAC nos contratos brasileiros de M&A. Embora os instrumentos analisados apresentem peculiaridades relevantes, observa-se que muitos deles são celebrados originalmente em língua inglesa, ainda que submetidos expressamente à lei brasileira e destinados a serem interpretados e executados à luz do ordenamento jurídico nacional. Essa prática contratual, relativamente difundida no mercado, pode gerar ambiguidades terminológicas e dificuldades interpretativas, sobretudo em razão da transposição de institutos próprios da tradição da *common law* para contratos regidos pelo sistema da *civil law* sem a devida adaptação conceitual. Foi o que se observou em três dos contratos analisados, os quais envolveram, respectivamente, a Compusoftware Informática Ltda.[143], a CIPA FM Publicações e Eventos Ltda.[144] e a Guide Investimentos S.A.[145].

Apesar desse cenário, as variações observadas na redação e na estruturação da cláusula MAC refletem, em grande medida, escolhas das partes na busca de um equilíbrio entre flexibilidade e previsibilidade. A opção por cláusulas mais vagas ou mais específicas, bem como sua alocação como termo definido, condição ao fechamento, declaração e garantia ou hipótese expressa de resilição, revela possíveis estratégias de gestão de risco ao longo da relação contratual. Em determinados contextos, a vagueza estratégica é deliberadamente

---

[142] Embora o recorte central desta pesquisa seja a análise da cláusula MAC sob a perspectiva de sua função extintiva, a investigação empírica revelou a existência de instrumentos contratuais que também lhe atribuem função indenizatória. Tal constatação será apenas mencionada de forma pontual, sem aprofundamento dogmático neste capítulo. A natureza jurídica da cláusula será desenvolvida de maneira sistemática no Capítulo 3.

[143] 13.7. Lei Aplicável. Este Contrato será firmado, regido e interpretado de acordo com as leis brasileiras. (**TJSP, autos n. 1030905-67.2020.8.26.0002**)

[144] 14.07. Leis Aplicáveis. Este Contrato e os direitos e obrigações das Partes segundo este instrumento serão regidos, e interpretados de acordo com as leis da República Federativa do Brasil. (**TJSP, autos n. 1002373-59.2015.8.26.0002**)

[145] 12.1. Lei Aplicável. Este Contrato será regido e interpretado de acordo com as Leis do Brasil. (**TJSP, autos n. 1016133-28.2022.8.26.0100**)

utilizada como instrumento para preservar margem de flexibilidade *ex post*, ainda que isso implique maior indeterminação interpretativa e ampliação do escopo para controvérsias futuras.

Essas tendências reforçam a utilidade da teoria do design contratual como ferramenta analítica, ao permitir compreender a cláusula MAC não como um instituto jurídico isolado, mas como o resultado de decisões estruturais estratégicas, moldadas pelas características específicas de cada operação, pelas limitações cognitivas das partes e pelos incentivos econômicos que orientam a contratação em operações complexas de M&A. Nesse sentido, a adoção de cláusulas MAC mais restritivas pode ser deliberadamente justificada em contextos nos quais a previsibilidade e a segurança jurídica assumem papel central, como em operações envolvendo ativos maduros e estáveis, setores regulados, estruturas de financiamento sensíveis a gatilhos objetivos, múltiplos investidores ou credores, ou ainda quando as partes buscam reduzir assimetrias probatórias e limitar a discricionariedade *ex post* do julgador, privilegiando critérios verificáveis e previamente pactuados para a caracterização do evento adverso.

2.4 **Implicações da MAC como incentivo comportamental**

Como já se adiantou, a cláusula MAC não se limita a operar como um mecanismo de resilição contratual ou como instrumento de alocação de riscos supervenientes entre as partes, uma vez que sua presença no contrato, em interação com declarações e garantias e com as cláusulas de condução dos negócios, projeta efeitos relevantes sobre os incentivos e o comportamento do vendedor na gestão da sociedade-alvo durante o período intercalar, o que pode influenciar decisões gerenciais concretas e moldar a dinâmica de governança do vendedor sobre o ativo objeto da transação.

Até que o fechamento ocorra, o vendedor permanece no exercício do controle e da gestão da sociedade-alvo, embora já não seja, em sentido econômico, o principal destinatário dos resultados futuros da atividade empresarial. Esse desalinhamento estrutural de incentivos justifica a inclusão, nos contratos de M&A, de cláusulas que restringem a prática de atos extraordinários, exigem a manutenção do curso ordinário dos negócios e condicionam determinadas decisões relevantes à anuência prévia do comprador[146]. Nesse contexto, a

[146] GEBRIM, Larissa Santiago. **Cláusulas de mudança adversa relevante na compra e venda de participação societária:** uma alternativa ao regime geral da alteração de circunstâncias? Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 24 ago. 2022, p. 159.

cláusula MAC atua como mecanismo complementar de disciplina, ao estabelecer um parâmetro de materialidade para avaliar se determinadas condutas supervenientes dos vendedores comprometem as bases econômicas da operação.

É o que se observa do contrato envolvendo a Transpaulo Logística Ltda., em que os vendedores declararam e garantiram a condução das atividades das sociedades no curso normal do negócio e de acordo com suas práticas passadas, sem que tenha ocorrido qualquer efeito adverso relevante[147]. No entanto, não há qualquer definição ou parâmetro do que é compreendido como curso normal dos negócios.

De forma semelhante, no contrato para aquisição da Assistcare Serviços de Saúde Ltda., os vendedores declararam e garantiram que, até a data de fechamento, todos os negócios foram conduzidos de maneira regular, em seu curso normal e ordinário e de acordo com seus documentos organizacionais, sem qualquer alteração relevante, além de terem se comprometido a não realizar determinados atos sem prévia e expressa autorização do adquirente, atos estes que contemplam alteração, modificação, renovação ou encerramento de quaisquer contratos ou acordos que causem um evento material adverso para a sociedade-alvo[148].

No caso da Mineração Taboca S.A., optou-se por tratar do tema mediante inclusão de cláusula de condução dos negócios e exercício do poder de controle, sendo vedado os vendedores, no curso das atividades, praticar quaisquer atos que possam criar um efeito

---

[147] 4.1. Declarações e Garantias dos Vendedores. Os Vendedores declaram e garantem à Compradora o quanto segue, declarações e garantias essas que afirma serem verdadeiras, corretas e completas nesta data e na Data de Fechamento:
4.1.18. Condução dos Negócios. Desde 31 de dezembro de 2012, as Sociedades têm conduzido suas atividades no curso normal dos negócios, de acordo com suas práticas passadas, e não sofreram Efeito Adverso Relevante. (**TJSP 0009826-48.2017.8.26.0004**)

[148] 7.1. Condução das Atividades. A partir da presente data e até a Data de Fechamento ("Período de Transição"), a Sociedade conduzirá (e os Atuais Sócios farão com que a sociedade conduza) as suas atividades em seu curso normal, de maneira substancialmente consistente com as práticas anteriormente adotadas (...). 7.1.1. No Período de Transição, a Sociedade não realizará e os Atuais Sócios farão com que a Sociedade e seus administradores, com o intuito único e exclusivo de preservar a situação financeira da Sociedade, não realizem nenhum dos seguintes atos, exceto se expressamente autorizado por escrito pelo Investidor ou se expressamente previsto neste Contrato: (...) (vi) alteração, modificação, renovação ou rescisão de quaisquer contratos, acordos, garantias ou compromissos, pré-contrato, memorando de entendimentos e/ou carta de intenções, celebrados até esta data, sejam eles escritos ou verbais, que causem um Evento Material Adverso para a Sociedade; (...) 8.1.15. Condução de Negócios. Desde a Data Base até a presente data (a) os negócios da Sociedade vem sendo conduzidos regularmente, no seu curso normal e ordinário, e em conformidade com seus documentos organizacionais, em atendimento à Legislação aplicável, sem qualquer alteração relevante; (b) não ocorreu qualquer alteração nos ativos, responsabilidades, negócios, resultados operacionais ou situação financeira, jurídica, econômica ou comercial da Sociedade, exceto aquelas decorrentes do curso normal dos negócios; e (c) nenhum dos seguintes atos foi praticado: (...) (9) qualquer alteração em qualquer prática ou qualquer método contábil, exceto por aqueles requeridos pela Legislação aplicável, e pelas ações que não causem, em conjunto ou separadamente, um Evento Material Adverso para a Sociedade. (**TJSP 1000667-96.2019.8.26.0100**)

adverso relevante[149], o que também observou-se no contrato de aquisição de participação da Elekeiroz S.A., que, apesar de não ter mencionado expressamente o termo definido como efeito adverso relevante para cláusula MAC, vedou a realização, pelos vendedores, de alterações substanciais nas práticas comerciais ou administrativas da sociedade-alvo[150], sob pena de causar um efeito adverso relevante aos negócios e, em consequência, conferir ao comprador o direito de desligamento. Em ambos os contratos, foram previstas obrigações negativas, as quais restringem a tomada de determinadas decisões por parte dos vendedores.

Nesse sentido, verifica-se que a cláusula MAC pode exercer influência sobre o comportamento das partes, uma vez que, ao vedar a alteração de práticas já consolidadas pela sociedade-alvo, sob pena de caracterização de mudança material adversa, é exercida influência direta sobre o comportamento do vendedor, o que reforça o argumento de Albert Choi e George Triantis de que a cláusula MAC funciona como mecanismo de incentivo a investimentos eficientes pelo vendedor no período intercalar, na medida em que a possibilidade de o comprador exercer seu direito de desligamento induz o vendedor a adotar medidas que preservem o valor dos ativos da sociedade-alvo[151].

No entanto, surge dúvida acerca do que efetivamente se entende por condução ordinária dos negócios, especialmente em cenários marcados por conjunturas atípicas ou situações de crise na sociedade-alvo, nas quais a simples reprodução de práticas pretéritas pode não apenas deixar de preservar o valor do ativo, como também agravar os efeitos adversos sobre a atividade empresarial. Nessas circunstâncias, decisões urgentes e fora do padrão histórico podem revelar-se economicamente racionais, ainda que potencialmente problemáticas à luz das restrições impostas pelas cláusulas MAC e de condução dos

---

[149] 4.1. Condução dos Negócios e Exercício do Poder de Controle. A Vendedora deverá exercer seu poder de controle na Companhia nas Subsidiárias Taboca para que, da data deste Contrato até a Data de Fechamento ou a data que este Contrato for rescindido, o que ocorrer primeiro, a Companhia e/ou as Subsidiárias Taboca não pratiquem os seguintes atos, sem a prévia e expressa anuência da Compradora: (...) (xvii) dispensar ou renunciar a qualquer direito ou reivindicação que possa causar um Efeito Adverso Relevante. (TJSP **1045658-55.2022.8.26.0100**)

[150] 7.1. Condução de negócios entre a Data de Assinatura e a Data de Fechamento. (...) 7.1.1. Exceto se previamente autorizado por escrito pela Compradora, até a Data de Fechamento, a Vendedora não praticará e fará com que a Sociedade e as Subsidiárias não pratiquem quaisquer dos seguintes atos: (...) (xxiv) introduzir alteração substancial nas práticas comerciais e/ou administrativas, incluindo, sem limitação, (a) alteração da política comercial; (b) alteração do prazo médio de recebimento; (c) alteração do prazo médio de estoques de insumos e matérias primas; (d) postergação de investimentos; (e) alteração do prazo de pagamento dos fornecedores; (vi) não pagamento e/ou atraso no pagamento de tributos; e/ou (f) não pagamento e/ou atraso no pagamento do salário de trabalhadores.

[151] CHOI, Albert; TRIANTIS, George. **Strategic vagueness in contract design:** the case of corporate acquisitions. The Yale Law Journal, New Haven, v. 119, n. 5, mar. 2010, p. 848-924.

negócios[152]. Todavia, tais decisões, embora racionalmente justificáveis do ponto de vista econômico, podem ser interpretadas como violações ao curso ordinário dos negócios ou como condutas aptas a desencadear a caracterização de um evento MAC, ampliando a exposição do vendedor a riscos contratuais e potencialmente antecipando disputas.

Essa ambivalência evidencia que a cláusula MAC, ao mesmo tempo em que protege o comprador contra deteriorações relevantes do ativo objeto da operação, também cria incentivos que afetam diretamente as escolhas estratégicas da administração da sociedade-alvo, que fica sob encargo do vendedor até que o fechamento ocorra. A depender de sua redação e articulação com as demais disposições contratuais, a MAC pode encorajar o vendedor a realizar todos os investimentos necessários para a manutenção do valor da sociedade-alvo, e desencorajar comportamentos oportunistas que poderiam gerar a desvalorização, como a não renovação de licenças ou o pagamento de bônus em desacordo com práticas passadas[153]. Assim, isso parece justificar a presença observada nos exemplos mencionados da enumeração dos atos vedados ao vendedor durante o período intercalar seja extensa, podendo incluir a proibição de alterações estatutárias, pagamento de dívidas antes de seu vencimento, alienação de ativos e quaisquer outros atos compreendidos como fora do curso normal dos negócios[154].

As considerações desenvolvidas evidenciam que a cláusula MAC, especialmente quando articulada com disposições acerca da condução dos negócios, pode produzir efeitos econômicos e incentivos contratuais relevantes que devem ser cuidadosamente avaliados na estruturação de operações de compra e venda de participação societária. Parte-se da premissa de que a cláusula MAC pode operar como uma disciplina contratual dotada de autonomia para tratar dos impactos oriundos de circunstâncias supervenientes, funcionando como instrumento específico de gestão da incerteza, sendo precisamente nesse ponto que se revela a centralidade das escolhas de design contratual. Isso porque as tensões identificadas entre preservação de valor, incentivos gerenciais e segurança jurídica não decorrem de um defeito intrínseco da cláusula MAC, mas de decisões conscientes adotadas pelas partes quanto ao seu desenho

---

[152] GEBRIM, Larissa Santiago. **Cláusulas de mudança adversa relevante na compra e venda de participação societária:** uma alternativa ao regime geral da alteração de circunstâncias? Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 24 ago. 2022, p. 156.

[153] GEBRIM, Larissa Santiago. **Cláusulas de mudança adversa relevante na compra e venda de participação societária:** uma alternativa ao regime geral da alteração de circunstâncias? Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 24 ago. 2022, p. 154.

[154] GEBRIM, Larissa Santiago. **Cláusulas de mudança adversa relevante na compra e venda de participação societária:** uma alternativa ao regime geral da alteração de circunstâncias? Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 24 ago. 2022, p. 156.

normativo, ao grau de especificidade de sua redação e à sua interação com outros mecanismos contratuais. A análise dessas escolhas, sob a ótica da teoria do design contratual, permite compreender de que modo diferentes arquiteturas contratuais podem equilibrar flexibilidade, previsibilidade e custos de transação em operações complexas de M&A.

2.5 **A observação do design contratual na construção estratégica da cláusula MAC**

A partir da análise dos oito contratos escrutinados, verifica-se que a redação e a estruturação das cláusulas podem representar estratégias de gerenciamento dos custos de potenciais disputas, conforme explica a teoria do design contratual, segundo a qual os instrumentos contratuais se traduzem no conjunto de escolhas efetuadas pelas partes para moldar os arranjos contratuais de maneira funcional, de modo a atender os objetivos e as necessidades envolvidas, antevendo cenários de disputas e traçando alternativas estratégicas, em busca da maior eficiência possível nos investimentos realizados em custos de transação[155].

As escolhas feitas pelas partes, que podem optar por incorrer em maiores custos de transação *ex ante* ou *ex post*, bem como pela forma de alocação e estruturação da MAC, é o que define o design contratual. Nesse sentido, os custos *ex ante* são compreendidos como custos *front-end*, descritos por Oliver Williamson como custos incidentes sobre a elaboração e negociação dos acordos, que irá variar conforme o produto ou o serviço objeto do contrato[156]. Já os custos *ex post* que incidem diante da contingência já materializada são denominados custos de *back-end*, e representam aqueles decorrentes da implementação das medidas previstas em contrato e das controvérsias que podem vir a surgir. Os custos de *back-end* nascem dos ônus de verificação das condutas esperadas em razão do contrato, tais como aqueles envolvidos no monitoramento da condução das atividades da sociedade-alvo, e perpassam, também, os custos de eventual disputa que venha a se instaurar, que incluem a

---

[155] Sobre o tema, vide BUTRUCE, Vitor Augusto José. **O design da ruptura dos contratos empresariais de prazo determinado.** Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019, p. 79: "Essa noção parte daquele pressuposto jurídico de que todos os contratos são incompletos, por ser praticamente impossível aos agentes antever todas as contingências futuras, todos os cenários alternativos, todos os riscos incidentes sobre as operações e, ainda por cima, discutir e chegar a um consenso sobre as consequências contratuais dessas contingências, desses cenários, desses riscos. Raramente há tempo suficiente para que se ponham à mesa todas essas questões, e os custos para tanto são elevados. Ainda assim, mesmo se fosse teoricamente possível antever, discutir e acordar sobre todos os aspectos relevantes, seria necessário incorrer em outros custos igualmente altos para avaliar e demonstrar a ocorrência das hipóteses antevistas e, uma vez implementadas, aplicar as consequências acordadas. Daí porque se diz que qualquer contrato é incompleto, mesmo se não for dotado de maior complexidade.".

[156] WILLIAMSON, Oliver. **The economic institutions of capitalism:** firms, markets and relational contracting. Nova Iorque: The Free Press, 1985, p. 388: "The *ex ante* costs are those incurred in drafting and negotiating agreements. They vary with the design of the good or service to be produced".

instauração do procedimento arbitral e a produção probatória, e envolvem custos indiretos que contemplam possível erro por parte do julgador e riscos da manutenção da incerteza[157].

Nesse sentido, a utilização de redações mais vagas pode apresentar possíveis vantagens em relação à redução dos custos de negociação, visto que as partes se abstêm da barganha envolvida na etapa de negociação para detalhamento do objeto, além de desincentivar comportamento oportunista por parte daquele, que, por não ter uma garantia quanto à especificação dos eventos caracterizadores da MAC, tende a ser cauteloso ao propor um litígio, o que desestimula demandas que sejam pouco promissoras em termos probatórios. Apesar disso, em caso de litígio, os custos de verificação e de disputa tendem a superar os custos incorridos na etapa de negociação, pois será necessário ao julgador identificar o que é padrão de mercado para fins daquele contrato e quais os parâmetros a serem apresentados para convencer acerca de determinado aspecto.

No âmbito de contratos marcados por elevada incerteza estrutural, como operações envolvendo setores regulados sujeitos a instabilidade política ou institucional, o uso de uma definição vaga pode representar uma estratégia contratual racional, uma vez que não é possível antecipar quais medidas específicas poderão ser adotadas pelo órgão regulador e que os eventos podem se materializar de forma difusa ou indireta, mas é possível preservar a possibilidade de reavaliação do negócio caso o valor do ativo se deteriore de forma substancial, ainda que por meios não previstos contratualmente.

Dos casos analisados, observou-se a utilização de cláusulas abertas e genéricas em três contratos celebrados para aquisição de sociedades-alvo dos respectivos setores de (1) minérios e metalurgia, (2) produção de eventos e publicidade e (3) transporte e logística, que, apesar de voláteis, estão sujeitos a menor risco regulatório, de modo que a alocação *ex post* dos riscos pode ser mais eficiente, ao postergar os custos de transação para o incremento da complexidade demonstrativa e interpretativa a ser incorrido em caso de litígio entre as partes.

Já nos contratos envolvendo sociedades-alvo cuja atuação consiste na exploração das atividades de (1) desenvolvimento e licenciamento de software, (2) corretagem de valores mobiliários, (3) concessão de transmissão de energia, (4) internação médica domiciliar e serviços de apoio à gestão de saúde e (5) relacionadas ao setor químico e petroquímico, além da redação vaga, foram listados eventos específicos que são considerados de alto risco para o comprador e, portanto, tão relevantes à celebração daquele contrato que fazem valer o ônus da

---

[157] BUTRUCE, Vitor Augusto José. **O design da ruptura dos contratos empresariais de prazo determinado.** Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019, p. 81-83.

barganha para inclusão dessas cláusulas na etapa de negociação, sendo que demais fatos supervenientes ficarão sujeitos à insegurança jurídica decorrente da avaliação casuística, para avaliar se configuram, ou não, um evento MAC.

O design contratual, portanto, demonstra que além de alocar riscos e atribuir ônus, as diferentes possibilidades de estruturação contratual podem criar incentivos ao comportamento das partes, inclusive em uma eventual disputa litigiosa, razão pela qual não há uma fórmula única a ser aplicada indistintamente para todos os casos. A eficiência de cada operação vai depender das peculiaridades envolvidas no negócio, tais como os custos, as informações e os riscos envolvidos, sendo tarefa dos operadores contratuais estruturar cláusulas adequadas, que deem os incentivos corretos e desincentivam comportamentos oportunistas de todas as partes envolvidas[158].

Ao optar por uma redação mais ampla e pela utilização de conceitos indeterminados, as partes delegam para o julgador a tarefa de precisar o parâmetro contratual a ser atingido, e se a ocorrência desse parâmetro foi satisfatoriamente demonstrada, ou afastada, pela parte que pretende invocá-lo, ampliando, assim, a densidade do debate adversarial e o espaço de controvérsia interpretativa quanto aos fatos juridicamente relevantes. A eficiência da arquitetura contratual adotada, portanto, passa a depender da capacidade dos agentes de produzir prova em torno desses parâmetros, o que influencia diretamente as escolhas relativas aos investimentos em custos de transação. Tais custos, como visto ao longo do capítulo, podem ser internalizados de forma antecipada, no momento da contratação, ou deslocados

---

[158] Vide BUTRUCE, Vitor Augusto José. **O design da ruptura dos contratos empresariais de prazo determinado**. Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019, p. 88-90: "O exemplo ajuda a demonstrar dois aspectos cruciais para compreender a teoria do design contratual. O primeiro é a importância de as partes escolherem quais são os critérios qualitativos ou as questões de fato relevantes que devem servir de parâmetros para aferição posterior do objeto contratado ou da conduta exigível para o acionamento de um mecanismo contratual – o que os autores denominam de "choice of proxy". A escolha desses indicadores é guiada pelo grau de informação a que as partes têm acesso – e pelas vantagens informacionais de uma parte perante a outra – no momento da contratação, em comparação com as informações que se imaginam disponíveis no futuro, seja às partes ou a terceiros, diante de uma contingência materializada. O segundo aspecto a se destacar é a relevância de se refletir sobre quem deve ser o definidor desses parâmetros (o "proxy chooser"): as próprias partes, o julgador convocado para dirimir eventual litígio ou um terceiro independente, sem função jurisdicional. Veja-se: no exemplo do contrato entre a fabricante e a montadora em que as partes detalham as características das peças, são elas – as partes – quem define as balizas: o peso, as dimensões, a composição química etc. No segundo exemplo, ao adotar parâmetros gerais ("padrão de mercado", "padrão adotado pelos concorrentes"), as partes transferem para o julgador a tarefa de especificar essas balizas em concreto – contando com as diferentes sugestões de parte a parte durante a instrução probatória da disputa acerca dos indicadores pertinentes. E as partes também podem de antemão delegar a um terceiro a incumbência de fixá-las: um perito de confiança de ambas, um laudo de uma instituição respeitada, ou o certificado de uma entidade de classe podem ser previamente definidos como suficientes para tanto. Podem, ainda, apontar uma informação independente ou uma meta de desempenho objetiva, não controlada pelas partes, como critério para o acionamento de efeitos contratuais: é o que ocorre, por exemplo, na indústria do esporte, em que contratos de patrocínio costumam envolver bônus em razão da conquista de títulos ou premiações individuais."

para fases posteriores, especialmente no contexto de disputas interpretativas[159], revelando que a redação da cláusula MAC constitui, em última análise, uma decisão estratégica sobre quando, como e por quem esses custos serão suportados.

[159] BUTRUCE, Vitor Augusto José. **O design da ruptura dos contratos empresariais de prazo determinado**. Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019, p. 92-93.

3 A CLÁUSULA MAC COMO MECANISMO EXTINTIVO NOS CONTRATOS DE AQUISIÇÃO DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA

Partindo da delimitação funcional desenvolvida no final do capítulo 1, em que se compreendeu a cláusula MAC como um mecanismo contratual destinado a conferir ao comprador o direito de desligar-se da operação diante de alterações supervenientes materialmente adversas à sociedade-alvo, bem como da descrição oferecida pela doutrina brasileira acerca de sua inserção na prática negocial de M&A, este capítulo propõe uma análise dogmática abrangente da MAC, sob a perspectiva do direito brasileiro. Essa investigação se propõe a examinar as consequências jurídicas da cláusula MAC, a partir de sua função extintiva, e verificar de que forma esse arranjo contratual dialoga com categorias já consolidadas no direito brasileiro.

Por se tratar de dispositivo oriundo da prática internacional, não há precedentes judiciais nem orientações doutrinárias consolidadas acerca do tema no Brasil. Ademais, considerando que o ordenamento jurídico brasileiro já contempla institutos voltados à tutela de circunstâncias supervenientes que afetam o equilíbrio contratual e que se aproximam, em certa medida, das preocupações tratadas pela cláusula MAC, revela-se de extrema importância investigar sua compatibilidade com o sistema jurídico pátrio.

Para desenvolver a análise proposta, serão explorados, inicialmente, os desafios relacionados à tropicalização de cláusulas oriundas do direito anglo-saxão, contexto indispensável para a discussão acerca da natureza jurídica da cláusula MAC no ambiente brasileiro, bem como de suas funções e efeitos na gestão de fatos supervenientes. Em seguida, serão examinados os institutos previstos nos artigos 235, 317, 393, 478 e 479 do Código Civil, que disciplinam, respectivamente, a deterioração da coisa, a desproporção manifesta em razão de fato superveniente imprevisível, caso fortuito ou força maior e a onerosidade excessiva, a fim de compreender em que medida esses regimes se aproximam ou se distanciam da cláusula MAC.

3.1 Desafios da tropicalização de cláusulas de origem anglo-americana para o direito brasileiro

Ao travar discussão sobre cláusula nascida em países cujo sistema jurídico é o da *common law*, torna-se essencial tratar da diferença de abordagem dessas jurisdições em

relação ao sistema da *civil law*, adotado no Brasil. No *common law*, predomina uma abordagem pragmática e empírica voltada à solução jurisprudencial de casos concretos, o que explica a elevada minúcia dos contratos e a centralidade do texto escrito, interpretado de forma restritiva pelas cortes. O direito brasileiro, por sua vez, inserido na tradição do *civil law*, adota um método dedutivo fundado na codificação, tendo o Código Civil como eixo normativo e o conceito de negócio jurídico como figura central na disciplina da autonomia privada[160].

Além disso, os conceitos de contrato e obrigação apresentam diferenças relevantes nos dois sistemas. No *common law*, o contrato é estruturado a partir da promessa[161], tradicionalmente acompanhada da contraprestação como elemento legitimador de sua relevância jurídica, ainda que esse requisito tenha sido parcialmente relativizado em hipóteses específicas. O conceito abstrato de obrigação não encontra paralelo exato nesse sistema, que privilegia a análise a partir dos remédios jurídicos e da sanção pelo inadimplemento, com ênfase na garantia de resultado mais do que em deveres de conduta.

Na tradição romano-germânica, por sua vez, o contrato é concebido como acordo de vontades, dotado de força vinculante enquanto expressão da autonomia privada, sem que o elemento econômico seja necessariamente considerado nuclear, opção esta que foi refletida no Código Civil brasileiro. Aqui, a obrigação contratual não se limita ao direito de exigir a prestação, mas compreende um complexo de situações jurídicas ativas e passivas orientadas ao adimplemento satisfativo, podendo a prestação ser entendida tanto como resultado quanto como conduta do devedor, perspectivas hoje tratadas de forma conjugada pela doutrina. Tais distinções são centrais para a compreensão das dificuldades de transposição de técnicas contratuais estrangeiras, especialmente quando envolvem postergação de efeitos e alocação de riscos relacionados à prestação[162].

Em continuidade às distinções estruturais entre *civil law* e *common law*, as diferenças entre o ordenamento brasileiro e o modelo norte-americano mostram-se ainda mais profundas no campo contratual, extrapolando a oposição entre codificação e precedentes. No plano cultural e econômico, a *common law* privilegia a reparação de danos como remédio principal, confere centralidade aos termos negociados e à barganha contratual, além de buscar estimular

---

[160] SACCO, Rodolfo. **Introdução ao direito comparado.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001, p. 44, tradução Véra Jacob de Fradera.

[161] SCOTT, Robert E.; SCHWARTZ, Alan. **Contract theory and the limits of contract law**. The Yale Law Journal, v. 113, 2003, p. 559.

[162] MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. **Execução diferida do contrato em operações de Fusões e Aquisições (F&A) de sociedades anônimas:** análise de aspectos contratuais e societários. 2021. 192 f. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021, p. 21-24.

decisões rápidas e a fluidez das transações. Em contraste, o modelo brasileiro, de matriz romano-germânica, prioriza a tutela específica, valoriza o conteúdo ético das promessas e admite maior intervenção judicial na revisão dos contratos, refletindo uma postura cautelosa e apaziguadora[163]. Esse descompasso cultural e institucional torna particularmente contingente a recepção, no direito brasileiro, de mecanismos contratuais concebidos para promover a celeridade e a eficiência típicas do ambiente norte-americano, revelando as tensões inerentes à importação desses modelos.

Esse pano de fundo metodológico projeta efeitos diretos sobre o papel desempenhado pelo julgador brasileiro na construção dogmática da cláusula MAC no sistema pátrio. Diante da inexistência de disciplina legal específica e da escassez de precedentes nacionais, esse mecanismo não se apresenta ao intérprete como um instituto dotado de contornos normativos previamente estabilizados, mas como um enunciado contratual que demanda enquadramento à luz das categorias gerais do direito civil brasileiro.

Nesse contexto, o julgador passa a exercer uma função reconstrutiva, sendo responsável por integrar a cláusula ao sistema, estando vinculado aos princípios estruturantes do direito contratual para interpretar e aplicar a cláusula MAC, em especial à autonomia privada, à força obrigatória dos contratos, à boa-fé objetiva e à função social do contrato. A partir de tais vetores, caberá ao intérprete delimitar os efeitos a serem produzidos por esse mecanismo, bem como construir os parâmetros de materialidade à luz do contexto econômico do contrato, da alocação de riscos pactuada e das expectativas das partes no momento da contratação, o que amplia a relevância da análise circunstancial do caso concreto.

Diante desse quadro, torna-se evidente que a incorporação da cláusula MAC ao direito brasileiro não pode ocorrer por mera reprodução de seus modelos redacionais ou de suas funções tal como concebidas no contexto do *common law*. Exige-se, antes, um processo de adaptação funcional ao sistema jurídico pátrio, que pressupõe a identificação das finalidades efetivamente desempenhadas pela cláusula e sua compatibilização com as categorias dogmáticas, os princípios e os limites impostos pelo direito civil brasileiro. É justamente a partir da necessidade desse enquadramento sistemático que se impõe a investigação acerca da natureza jurídica da cláusula MAC no contexto nacional, etapa indispensável para compreender quais efeitos ela pode validamente produzir, sob que condições e com quais consequências no âmbito dos contratos empresariais.

---

[163] BUTRUCE, Vitor Augusto José. **O design da ruptura dos contratos empresariais de prazo determinado.** Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019, p. 385-386.

3.2 **Natureza jurídica da cláusula MAC e sua qualificação como mecanismo extintivo no direito brasileiro**

Diante da inexistência de previsão legal expressa no ordenamento brasileiro, a cláusula de mudança material adversa encontra fundamento no art. 425 do Código Civil[164], sendo plenamente admissível no âmbito do direito contratual. O pressuposto para aplicação da MAC é que a fixação do preço e o consentimento dado para a celebração do negócio foram baseados em circunstâncias que, em razão de fato superveniente, sofreram alteração substancial, de modo a afetar a intenção das partes de realizar o negócio ou de pagar o preço preestabelecido[165]. Assim, em sua função extintiva, a eficácia dessas cláusulas permite à parte prejudicada liberar-se de um negócio jurídico cuja rentabilidade econômica ou finalidade deixou de corresponder às expectativas originais, justamente em razão das alterações ocorridas.

Diante disso, passa-se à análise da natureza jurídica da cláusula MAC.

3.2.1 A cláusula MAC como ato de revogação

Em análise à cláusula MAC, surge questionamento acerca de sua eventual aproximação com a figura da revogação, definida por Pontes de Miranda como a retirada da manifestação de vontade que serviria à conclusão do negócio jurídico[166]. Sob essa perspectiva, a revogação implica a desconstituição do negócio em razão da supressão da própria declaração de vontade, sendo possível, inclusive, em contratos unilaterais ou bilaterais, como reconhece a legislação em hipóteses específicas, tal como ocorre na revogação, respectivamente, da doação[167] e do mandato oneroso[168].

Todavia, essa aproximação encontra limite decisivo no modo como cada instituto opera, visto que, embora ambos atuem no plano da eficácia, a revogação retira os efeitos do

---

[164] Código Civil. **Art. 425.** É lícito às partes estipular contratos atípicos, observadas as normas gerais fixadas neste Código.
[165] MARTINS-COSTA, Judith; SILVA, Paula Costa e. **Crise e perturbações no cumprimento da prestação:** estudo de direito comparado luso-brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 128.
[166] MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de direito privado:** t. 38. Campinas: Bookseller, 2000, edição virtual, edição virtual, § 4.244, p. 364 (paginação irregular).
[167] Código Civil. **Art. 555.** A doação pode ser revogada por ingratidão do donatário, ou por inexecução do encargo.
[168] Código Civil. **Art. 682.** Cessa o mandato: I - pela revogação ou pela renúncia.

negócio jurídico mediante a supressão da própria manifestação de vontade que lhe serve de fundamento, enquanto a cláusula MAC funciona como fator de ineficácia superveniente vinculado à ocorrência de evento previamente estipulado pelas partes, não afetando a declaração volitiva originária[169].

Na cláusula MAC, a liberação da parte prejudicada ocorre antes do momento do fechamento, compreendido como aquele em que a execução do contrato deveria ser implementada em toda a sua eficácia, mediante transferência da participação societária e pagamento do preço nos moldes acordados[170]. Este é o ponto que distancia essa figura do ato de revogação, compreendido como manifestação de vontade por meio da qual a parte retira a declaração anteriormente emitida, a exemplo da revogação do mandato oneroso[171]. Diferentemente da revogação, a cláusula MAC não impacta na declaração de vontade emitida pelo declarante, operando no plano da eficácia do negócio jurídico como fator de ineficácia superveniente contratualmente estabelecido pelas partes, que condiciona a exigibilidade das prestações à não ocorrência de evento previamente estipulado[172].

3.2.2 A cláusula MAC como condição

Passa-se, então, à análise da cláusula MAC como condição. A condição trata-se de um elemento acidental do negócio jurídico, uma cláusula acessória que pode ser livremente pactuada por vontade das partes, e condiciona os efeitos do negócio a um evento futuro e incerto[173], de modo a deslocar para momento futuro o início da produção dos efeitos, sem que haja alteração da função central do negócio jurídico.

---

[169] MARTINS-COSTA, Judith; SILVA, Paula Costa e. **Crise e perturbações no cumprimento da prestação:** estudo de direito comparado luso-brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 137.

[170]MARTINS-COSTA, Judith; SILVA, Paula Costa e. **Crise e perturbações no cumprimento da prestação:** estudo de direito comparado luso-brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 128.

[171] SILVA, Jorge Cesa Ferreira da. **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. 394.

[172] GEBRIM, Larissa Santiago. **Cláusulas de mudança adversa relevante na compra e venda de participação societária:** uma alternativa ao regime geral da alteração de circunstâncias? Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 24 ago. 2022, p. 117.

[173] Sobre o tema, vide MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de direito privado:** t. 05. Campinas: Bookseller, 2000, edição virtual, § 541, p. 125 (paginação irregular): "A condição é *accidentale negotti*: o ato jurídico poderia ser sem qualquer condição. Serve ela, em grande escala, à autonomia privada: por ela, o manifestante da vontade como que ajusta o futuro ao presente; obvia à imprevisibilidade; leva em conta fatos que podem vir a acontecer, ou não acontecer; motivos que, de ordinário, não seriam relevantes, tornam-se elemento do suporte fático, mas somente para a eficácia."

Quando a condição suspende a eficácia do negócio jurídico até que ocorra o implemento do evento futuro e incerto, está-se diante de condição suspensiva, enquanto na hipótese de o negócio produzir seus efeitos desde logo, mas em consequência da ocorrência de tal ato seus efeitos cessarão, a condição denomina-se resolutiva[174]. A condição, em sua forma típica, deve atender aos requisitos de efeito condicionável, voluntariedade, futuridade e incerteza.

O efeito condicionável diz respeito à identificação de quais efeitos de um negócio jurídico podem ser validamente subordinados a uma condição, escolha essa que decorre da autonomia privada, mas que encontra limites normativos. Nos termos do art. 121 do Código Civil[175], apenas os efeitos de negócios jurídicos admitem condicionamento, o que exclui fatos e atos jurídicos *stricto sensu*, atos-fatos e fatos ilícitos, em razão da natureza dos diferentes fatos jurídicos e na função da vontade em cada um deles[176]. Além disso, não se admite a subordinação condicional de efeitos de negócios que, por sua função, não comportam incerteza, tais como títulos de crédito, revogação, denúncia, endosso ou aceitação e renúncia de herança, nem de atos relativos ao exercício de direitos personalíssimos, em razão de sua indisponibilidade e da tutela da dignidade humana. A violação desses limites acarreta, em regra, a invalidade do negócio jurídico, seja por ilicitude, seja por impossibilidade jurídica da condição[177].

A voluntariedade, por sua vez, é característica essencial à condição, sendo que, de acordo com o art. 121 do Código Civil[178], somente há condição quando a subordinação de efeitos decorrer exclusivamente da vontade das partes. A condição insere-se, assim, no âmbito da autonomia privada e pressupõe uma vontade séria de se vincular, cuja ausência compromete o próprio suporte fático do negócio, como ocorre nas hipóteses de condições impossíveis, contraditórias ou puramente potestativas. A voluntariedade exige, ainda, que o

---

[174] PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v. I, 30ª ed., rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 467.

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

[176] Sobre o tema, vide MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de direito privado:** t. 02. Campinas: Bookseller, 2000, edição virtual, edição virtual, § 247, p. 532 (paginação irregular): "(...) os fatos jurídicos *stricto sensu* e os atos-fatos jurídicos nada têm com o plano da validade, só lhes interessa o da existência e o da eficácia; *a fortiori*, os elementos fáticos que não são, sequer, fatos jurídicos. O assentimento a atos-fatos e a fatos ilícitos, que, *por isso*, não se juridicizam, não são, sequer, fatos jurídicos: ficam do lado de fora do mundo jurídico, como simples suportes fáticos de regras jurídicas pré-excludentes."

[177] MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. **Pendência da condição suspensiva:** proteção dos figurantes e modificações do objeto da prestação. 2014. 153 f. Dissertação (Mestrado em Direito Civil) - Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2015, p. 33-35.

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

evento condicional corresponda a um fato exterior. Por outro lado, admite-se o uso da condição para subordinar a eficácia do negócio a fatos ou obrigações posteriores à sua formação, normalmente mediante a introdução de um elemento de incerteza ou de limitação temporal, desde que não revelem efetiva intervenção da vontade das partes[179].

O elemento da futuridade confere sentido à própria lógica do regime condicional, sendo essencial que a condição se refira a um acontecimento futuro. Se o evento já tiver ocorrido no momento em que as partes manifestarem sua declaração de vontade, não há negócio condicional, visto que os efeitos do negócio não estão verdadeiramente subordinados a algo, mas plenamente definidos[180]. Isso não impede, contudo, que a condição se refira indiretamente a fatos passados ou presentes cuja ocorrência dependa de confirmação futura objetiva, hipótese em que o evento condicional é o próprio fato da confirmação. Nesses casos, a eficácia do negócio fica dependente da verificação desse fato futuro, sendo fundamental que a redação da cláusula preserve a futuridade do evento, sob pena de afastar a aplicação do regime condicional em sentido técnico.

Por fim, a incerteza é o elemento que justifica o deslocamento temporal da eficácia do negócio jurídico diante da indisponibilidade de um dado decisivo no momento da contratação. Nesse sentido, se um acontecimento, apesar de futuro, for objetivamente certo, sendo desconhecido apenas o momento em que ocorrerá, os efeitos do negócio jurídico não ficam condicionados, mas simplesmente vinculados a um prazo, estando-se, neste caso, diante da figura do termo[181]. A condição pressupõe que as partes se vinculem sem saber se o evento ocorrerá, razão pela qual a incerteza deve ser objetiva, e não meramente subjetiva, inexistindo condição quando o fato é certo, ainda que desconhecido pelas partes. Essa incerteza pode assumir diversas formas, admitindo, inclusive, a fixação de um limite temporal que converta um fato naturalmente certo em um evento incerto. É da incerteza que decorre, também, a exigência de que a condição seja possível, já que eventos impossíveis eliminam qualquer dúvida quanto à sua ocorrência[182].

---

[179] MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. **Pendência da condição suspensiva:** proteção dos figurantes e modificações do objeto da prestação. 2014. 153 f. Dissertação (Mestrado em Direito Civil) - Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2015, p. 35-40.

[180] PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v. I, 30ª ed., rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 466.

[181] OLIVEIRA, João Maria Leoni Lopes de. **Direito Civil:** Teoria Geral do Direito Civil, v. 2. Editora Lumen Juris, Rio de Janeiro: 2000, p. 758.

[182] MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. **Pendência da condição suspensiva:** proteção dos figurantes e modificações do objeto da prestação. 2014. 153 f. Dissertação (Mestrado em Direito Civil) - Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2015, p. 43-45.

Nos contratos de compra e venda de participações societárias com fechamento diferido, o período intercalar é marcado pela existência de verdadeiras condições, tais como a obtenção de autorizações de terceiros, a contratação de financiamento ou a liberação de garantias, que suspendem a eficácia típica do contrato no que se refere ao pagamento do preço e à transferência da participação societária. Durante esse período de pendência, as partes podem estipular um regime jurídico próprio para disciplinar a relação contratual, o qual não se confunde com o mecanismo da condição. Nesse contexto, a cláusula MAC não tem por finalidade justificar o diferimento entre a celebração e a produção dos efeitos principais do contrato, função própria da condição suspensiva, mas sim permitir a desvinculação das partes e a extinção da eficácia contratual diante da verificação de uma deterioração relevante da situação contratada[183].

Ainda que, na prática, a MAC produza efeitos extintivos do vínculo contratual, não há que se falar em sua classificação como condição resolutiva da compra e venda de participação societária. Isso porque, no período intercalar, há somente uma vinculação jurídica básica, sem a produção dos efeitos típicos da compra e venda, quais sejam, as obrigações relativas ao pagamento do preço e à transferência do bem. Nessa fase intermediária, existem apenas deveres laterais ou secundários, como obrigações de sigilo ou de melhores esforços, de modo que a ocorrência do evento caracterizado como MAC extingue essa vinculação básica, e não uma eficácia de transmissão já instaurada[184]. Em contraste, na condição resolutiva propriamente dita, o negócio já produz plenamente seus efeitos desde a sua celebração, inclusive os de transmissão, os quais poderão ser desfeitos mediante a verificação do evento condicional. Por essa razão, o paralelismo entre a cláusula MAC e a condição resolutiva também se mostra funcionalmente imperfeito.

Assim, embora a cláusula MAC apresente, em termos estruturais, semelhança com a condição, na medida em que prevê a desvinculação contratual em razão de evento futuro e incerto, qual seja, fato superveniente enquadrado no conceito de mudança material adversa negociado pelas partes, ela não se enquadra propriamente nessa figura.

3.2.3 A cláusula MAC como resilição unilateral

[183] MARTINS-COSTA, Judith; SILVA, Paula Costa e. **Crise e perturbações no cumprimento da prestação:** estudo de direito comparado luso-brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 135.
[184] MARTINS-COSTA, Judith; SILVA, Paula Costa e. **Crise e perturbações no cumprimento da prestação:** estudo de direito comparado luso-brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 136

Feitas as considerações acima, explora-se a possibilidade de enquadramento da cláusula MAC como hipótese de resilição unilateral, também referida como denúncia por justa causa ou denúncia cheia, nos termos do artigo 473 do Código Civil[185]. Como já demonstrado, a referida cláusula não se estrutura como ato de revogação nem como condição; além disso, ela não se confunde com a figura da resolução por inadimplemento, uma vez que seu suporte fático não contempla descumprimento contratual[186].

Ao tratar da extinção contratual, o Código Civil de 2002 dispõe sobre as causas surgidas após a celebração do contrato, que podem ser resultar em figuras divididas entre (a) resilição bilateral (distrato), que opera por vontade de ambas as partes (art. 472), (b) resilição unilateral (art. 473), por vontade de apenas uma das partes, tal como ocorre nos casos de denúncia ou arrependimento, (c) resolução por inadimplemento (art. 475), ou (d) resolução por onerosidade excessiva (art. 478). Diante disso, é possível afirmar que o consentimento e a vontade unilateral dão causa à resilição, enquanto o inadimplemento de uma das partes e a superveniência de onerosidade excessiva da prestação assumida podem ser causa de extinção por resolução.

A distinção entre resilição e resolução é tradicionalmente marcada por intensa controvérsia doutrinária, sobretudo em razão dos diferentes critérios adotados para a classificação dos fenômenos extintivos do contrato[187]. Duas grandes correntes se destacam nesse debate, sendo uma delas orientada pela fonte da extinção contratual, associada principalmente a Orlando Gomes, e outra pelos efeitos jurídicos da extinção, desenvolvida por Pontes de Miranda e adotada por Judith Martins-Costa.

Segundo a concepção de Orlando Gomes[188], a resolução designa a extinção do contrato fundada em causa superveniente não consensual, tal como ocorre em caso de inadimplemento, impossibilidade da prestação ou onerosidade excessiva, ao passo que a resilição se vincula à vontade das partes, manifestada de forma bilateral (distrato) ou unilateral (denúncia).

---

[185] Código Civil. **Art. 473.** A resilição unilateral, nos casos em que a lei expressa ou implicitamente o permita, opera mediante denúncia notificada à outra parte.

[186] MARTINS-COSTA, Judith; SILVA, Paula Costa e. **Crise e perturbações no cumprimento da prestação:** estudo de direito comparado luso-brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 137-138.

[187] BUTRUCE, Vitor Augusto José. **O design da ruptura dos contratos empresariais de prazo determinado.** Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019, p. 257-260.

[188] GOMES, Orlando. **Contratos.** 26. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 204-205.

Em sentido diverso, a corrente inspirada em Pontes de Miranda[189] propõe distinguir resilição e resolução a partir de seus efeitos no tempo, e não de sua causa. Nessa linha, a resolução caracteriza-se pela eficácia retrospectiva, enquanto a resilição produz efeitos *ex nunc*, limitando-se a extinguir as obrigações futuras. Sob essa perspectiva, a resilição representa uma forma menos intensa de tutela extintiva, justificada por razões de conveniência econômica ou funcional.

O exemplo da extinção dos contratos de execução continuada por inadimplemento evidencia bem essa divergência, visto que enquanto a leitura causal os classificaria como resolvidos, a abordagem funcional permite compreendê-los como resilidos, em razão da preservação dos efeitos já produzidos.

Já a denúncia contratual, em termos gerais, caracteriza-se pela cessação da eficácia do contrato com efeitos *ex nunc*, podendo ocorrer de forma imotivada (denúncia vazia) ou motivada (denúncia cheia), sempre desvinculada da ideia de inadimplemento. Nas hipóteses em que o desligamento decorre de eventos supervenientes não imputáveis à contraparte, a extinção contratual assume feição funcionalmente semelhante à denúncia motivada, na medida em que permite a desvinculação legítima diante de circunstâncias externas ao comportamento das partes e, por essa razão, tende a afastar os efeitos típicos do inadimplemento[190].

Nesse cenário, a cláusula MAC opera como hipótese típica de denúncia motivada de fonte negocial, permitindo às partes extinguir a relação contratual diante da verificação do evento definido como materialmente adverso, de modo que o exercício de tal poder libera o titular do direito da obrigação assumida no contrato[191]. A aproximação com a denúncia motivada revela-se útil como ferramenta analítica para evidenciar a irrelevância de culpa da parte contra quem a cláusula se aplica, a natureza potestativa do direito de desligamento e a produção predominante de efeitos *ex nunc*.

Embora a denúncia, em regra, produza efeitos *ex nunc*, nada impede que as partes convencionem regime diverso, seja para preservar os efeitos das prestações já realizadas, seja para restaurar o *status quo ante*, como se o contrato não tivesse sido celebrado. Essa variação demonstra que os efeitos do desligamento decorrem prioritariamente do desenho contratual e

---

[189] MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de direito privado**: t. 25. Campinas: Bookseller, 2000, edição virtual, p. 391-396.
[190] BUTRUCE, Vitor Augusto José. **O design da ruptura dos contratos empresariais de prazo determinado.** Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019, p. 283.
[191] SCHREIBER, Anderson. **Equilíbrio contratual e dever de renegociar**. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020, p. 410.

da alocação de riscos pretendida pelas partes, e não da etiqueta conceitual eventualmente atribuída ao mecanismo. Ademais, não se trata de hipótese de penalização ou de indenização por inadimplemento, razão pela qual a invocação da cláusula não se confunde com resolução por descumprimento contratual.

Resta evidente, portanto, que a cláusula MAC opera como instrumento negocial de desligamento fundado em evento superveniente relevante e, em regra, não imputável à contraparte.

Por fim, registre-se que não parece ser aplicável à cláusula MAC o disposto no parágrafo único do art. 473 do Código Civil[192], dada sua aparente incompatibilidade com a dinâmica dos contratos de compra e venda de participação societária, uma vez que, verificada a ocorrência de mudança material adversa, não há que se falar na manutenção do vínculo contratual em suas condições originais, sob pena de agravar as perdas incorridas pelas partes[193].

3.3 **A cláusula MAC no plano da eficácia**

Após explorar a natureza jurídica e as funções da cláusula MAC nos contratos de compra e venda de participação societária, cumpre analisar os efeitos jurídicos que decorrem especificamente do exercício de sua função extintiva. Trata-se, aqui, de examinar de que modo a função extintiva previamente delimitada se projeta no plano da eficácia do negócio

[192] Código Civil. **Art. 473.** (...) **Parágrafo único.** Se, porém, dada a natureza do contrato, uma das partes houver feito investimentos consideráveis para a sua execução, a denúncia unilateral só produzirá efeito depois de transcorrido prazo compatível com a natureza e o vulto dos investimentos.
[193] PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado:** t. 25. Campinas: Bookseller, 2000, edição virtual, p. 391.

jurídico[194], isto é, os efeitos cuja produção foi contratualmente prevista como consequência da ruptura das circunstâncias que fundamentaram a celebração do negócio[195].

Conforme os ensinamentos de Antonio Junqueira de Azevedo[196], a produção plena dos efeitos de determinados negócios jurídicos depende da verificação de certos fatores de eficácia. É o que ocorre, por exemplo, com os negócios subordinados à condição suspensiva, nos quais, enquanto não se verificar a condição acordada, o contrato, embora válido, não produz efeitos. Aplicando essa lógica às operações de fechamento diferido, enquanto não cumpridas todas as condições definidas pelas partes como essenciais ao fechamento do negócio, este permanece em estado de suspensão temporal. O negócio é válido desde a sua celebração, porém não se desdobra no plano da eficácia, permanecendo inerte até que se perfectibilizem os requisitos acordados.

A cláusula MAC, quando atrelada às condições precedentes, ao pressupor a manutenção das circunstâncias que serviram de fundamento para a celebração do negócio como requisito à sua continuidade, atua como mecanismo de suspensão da eficácia e, simultaneamente, como instrumento que viabiliza a extinção do vínculo antes do fechamento, modificando a dinâmica dos efeitos do negócio jurídico e subordinando seu destino à verificação de evento futuro e incerto, qual seja, a não ocorrência de mudança material adversa durante o período intercalar.

---

[194] Sobre o tema, vide AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio Jurídico:** Existência, Validade e Eficácia. 4. ed. atual. de acordo com o novo Código Civil (Lei n. 10.406, de 10-1-2002). São Paulo: Saraiva, 2002, p. 60-61: "Cumpre, finalmente, para termos um quadro completo da questão da eficácia, não perder de vista que, ao falarmos de fatores de eficácia, estamos nos referindo ao início da produção de efeitos; esses fatores de eficácia são, pois, em suas três espécies, fatores de atribuição de eficácia (eficácia em geral, eficácia diretamente visada e eficácia mais extensa). Naturalmente, poderá ocorrer que, uma vez existindo, valendo e produzindo efeitos, o negócio venha, depois, por causa superveniente, a se tornar ineficaz. Haverá, então, ineficácia superveniente, isto é, resolução do negócio. Por exemplo, o contrato submetido à condição resolutiva que vem a se desfazer pelo advento do evento futuro e incerto; ou o contrato bilateral que se torna excessivamente oneroso e é desfeito, respeitados certos pressupostos; ou o contrato de depósito que vem a se extinguir pelo fato de o depositante exigir a coisa, ou o de mandato, que termina por renúncia ou morte etc. Nesses casos, pode-se falar em fatores de ineficácia, os quais podem, por sua vez, ser de dois tipos: a) os ligados à formação do negócio, por exemplo: o advento do evento futuro (nos negócios sob condição resolutiva, ou nos submetidos a termo final); a não realização da causa final (nos negócios com causa final) etc.; e b) os não ligados à formação do negócio, como o distrato e a impossibilidade superveniente."

[195] AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio Jurídico:** Existência, Validade e Eficácia. 4. ed. atual. de acordo com o novo Código Civil (Lei n. 10.406, de 10-1-2002). São Paulo: Saraiva, 2002, p. 49.

[196] Vide AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio Jurídico:** Existência, Validade e Eficácia. 4. ed. atual. de acordo com o novo Código Civil (Lei n. 10.406, de 10-1-2002). São Paulo: Saraiva, 2002, p. 55: "De fato, muitos negócios, para a produção de seus efeitos, necessitam dos fatores de eficácia, entendida a palavra fatores como algo extrínseco ao negócio, algo que dele não participa, que não o integra, mas contribui para a obtenção do resultado visado. São, por exemplo, casos de negócios, que precisam de fatores de eficácia, os atos subordinados a condição suspensiva. Enquanto não ocorre o advento do evento, o negócio, se tiver preenchido todos os requisitos, é válido, mas não produz efeitos: certamente, a condição como cláusula, faz parte (é elemento) do negócio, mas uma coisa é a cláusula e outra o evento a que ela faz referência; o advento do evento futuro é, nesse caso, um fator de eficácia (é extrínseco ao ato e contribui para a produção dos efeitos)."

Importa destacar, nesse contexto, a relevância da natureza incerta do evento a que a condição precedente se refere: ele deve, necessariamente, ser futuro e incerto, pois a certeza quanto à sua ocorrência converteria a cláusula em termo[197], sem criar a contingência própria das condições, ou em direito de arrependimento. Assim, é precisamente a incerteza inerente aos eventos previstos em determinadas condições precedentes que lhes confere aptidão para funcionar como fatores de eficácia do contrato – e, por consequência, como gatilho para permitir o exercício do direito de desligamento.

O negócio jurídico, portanto, é válido desde o momento de sua celebração, mas não surte efeitos translativos até a data do fechamento, ocasião em que será realizada a tradição, consubstanciada pela transferência da participação societária e com a contrapartida do pagamento do preço. Em síntese, ao incorporar uma cláusula MAC entre as condições precedentes, o contrato de compra e venda de participação societária com fechamento diferido tem seus efeitos condicionados à verificação de evento futuro e incerto, qual seja, a manutenção de determinadas circunstâncias durante o período existente entre a assinatura e o fechamento da operação, sendo a frustração dessa expectativa o elemento que legitima a não produção dos efeitos esperados e viabiliza a extinção do vínculo obrigacional.

Sob essa perspectiva, a cláusula MAC revela-se como técnica de alocação negocial de riscos, por meio da qual as partes, no exercício da autonomia privada, antecipam a disciplina jurídica aplicável a eventuais alterações supervenientes relevantes, definindo contratualmente se tais eventos serão ou não juridicamente relevantes para a conclusão do negócio e a produção de todos os seus efeitos. Essa definição prévia condiciona a eficácia do contrato e delimita as hipóteses em que a não produção dos efeitos esperados será juridicamente legítima, viabilizando a função extintiva da cláusula.

Com isso, as partes deslocam para o âmbito contratual a definição do impacto dessas alterações sobre a eficácia do negócio, afastando, em larga medida, a necessidade de recorrer aos mecanismos legais que tratam de fatos supervenientes, tais como a resolução por onerosidade excessiva ou a revisão contratual por alteração das circunstâncias. Essa opção pelo regramento convencional confere maior previsibilidade às partes e permite uma calibragem mais precisa dos riscos assumidos por cada uma delas no contexto da operação.

---

[197] YAMAJI, Crisleine Barboza. **As previsões contratuais da superveniência de circunstâncias:** uma construção teórica à luz das cláusulas Material Adverse Change. Tese (Doutorado em Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 9 abr. 2019, p. 219.

3.4 Alocação da cláusula MAC no arranjo contratual e impactos sobre o exercício do direito de desligamento

A alocação desempenhada pela cláusula MAC no arranjo contratual varia de acordo com a estrutura adotada pelas partes e com a posição que o mecanismo ocupa na arquitetura do contrato. Conforme demonstrado ao longo do capítulo 2, a cláusula pode ser alocada de diferentes maneiras, como elemento associado às condições precedentes, às declarações e garantias ou, ainda, como hipótese expressa de resilição. Cada uma dessas formas de inserção projeta efeitos distintos sobre a dinâmica do vínculo contratual, embora todas compartilhem o propósito comum de disciplinar os impactos de fatos supervenientes ocorridos no período intercalar.

Quando atrelada às declarações e garantias, a cláusula MAC opera como elemento que regula a formação de vontade manifestada pelas partes[198]. Nessa configuração, o declarante assume que determinada realidade, seja ela econômica, financeira, operacional ou regulatória, existe no momento da declaração e continuará a existir até o fechamento da operação. A cláusula, portanto, é utilizada como parâmetro normativo para avaliar se as circunstâncias fáticas subjacentes ao negócio permanecem compatíveis com aquelas que justificaram a celebração do contrato. Trata-se de mecanismo que protege a parte receptora da declaração contra a superveniência de alterações substanciais que possam comprometer as premissas essenciais do negócio, conferindo-lhe segurança quanto à integridade das informações prestadas ao longo de todo o período que antecede o fechamento.

Ao ser alocada na seção de condições precedentes, o foco da MAC se desloca da constatação de uma alteração material adversa para o dever da contraparte de preservar o valor do ativo e abster-se de praticar quaisquer atos que possam gerar mudanças materiais adversas[199]. Isso pode reforçar imposições decorrentes do próprio ordenamento jurídico, como os deveres de diligência, lealdade e conservação da sociedade-alvo, de modo que a MAC concretize e densifique parâmetros jurídicos preexistentes, atrelando seu descumprimento à

---

[198] YAMAJI, Crisleine Barboza. **As previsões contratuais da superveniência de circunstâncias:** uma construção teórica à luz das cláusulas Material Adverse Change. 2019. Tese (Doutorado em Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 9 abr. 2019, p. 87.

[199] YAMAJI, Crisleine Barboza. **As previsões contratuais da superveniência de circunstâncias:** uma construção teórica à luz das cláusulas Material Adverse Change. Tese (Doutorado em Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 9 abr. 2019, p. 232-233.

possibilidade de resilição contratual[200]. A cláusula, portanto, não apenas cria obrigações autônomas, mas também confere maior precisão a padrões legais de conduta, tornando-os aplicáveis no contexto específico da transação.

Por fim, a prática contratual demonstra a utilização da cláusula MAC na seção que trata do desligamento contratual, viabilizando a extinção do negócio jurídico sem que haja qualquer contrapartida financeira pela parte que optar pela resilição contratual. Nessa configuração, fica afastada a necessidade de intervenção judicial para a decretação do encerramento do contrato e confere-se maior previsibilidade às partes em relação ao período intercalar.

Em síntese, a alocação contratual da MAC depende do conteúdo decorrente da intenção contratual manifestada pelas partes. Independentemente da seção escolhida ou da denominação utilizada, o objetivo pretendido pelas partes é o mesmo, qual seja, disciplinar os efeitos de fatos supervenientes que possam ocorrer no período intercalar e reduzir a incerteza a eles associada. Para isso, as partes podem valer-se tanto de termos precisos quanto de termos vagos, a depender das estratégias de design contratual adotadas. A escolha entre precisão e vagueza reflete, em última análise, o grau de flexibilidade que as partes desejam preservar na interpretação e aplicação da cláusula, bem como o nível de previsibilidade que pretendem conferir à relação contratual.

3.5 **Convergências e divergências da cláusula MAC com os dispositivos legais do Código Civil que tratam de fatos supervenientes**

Delimitados os efeitos jurídicos da cláusula MAC no contexto dos contratos de compra e venda de participação societária com fechamento diferido, impõe-se examinar em que medida esse mecanismo negocial dialoga com os institutos destinados ao tratamento de fatos supervenientes previstos no Código Civil. Embora decorra do exercício da autonomia privada, não se pode ignorar a existência, no ordenamento jurídico brasileiro, de dispositivos legais que também se propõem a enfrentar alterações relevantes das circunstâncias que envolvem a execução do contrato.

Nesse contexto, a presente seção dedica-se à análise das convergências e divergências entre a cláusula MAC e os remédios legais previstos nos arts. 235, 317, 393, 478 e 479 do

[200] YAMAJI, Crisleine Barboza. **As previsões contratuais da superveniência de circunstâncias:** uma construção teórica à luz das cláusulas Material Adverse Change. 2019. Tese (Doutorado em Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 9 abr. 2019, p. 87.

Código Civil. O objetivo é avaliar os limites, as aproximações e as diferenças estruturais entre a solução contratual e as respostas normativas legais aos eventos supervenientes, a fim de compreender de que maneira tal mecanismo deve ser recepcionado e interpretado, à luz do regime geral de alteração das circunstâncias tratado pelo ordenamento jurídico brasileiro.

3.5.1 Resolução contratual por deterioração da coisa (art. 235 do Código Civil)

O art. 235 do Código Civil está inserido na disciplina das obrigações de dar coisa certa, e estabelece as consequências jurídicas da deterioração do objeto da prestação sem que tenha havido culpa do devedor[201]. Ao reconhecer que a alteração das características do bem pode comprometer a utilidade esperada pelo credor, o dispositivo reflete a preocupação do legislador em preservar a correspondência entre a prestação originalmente pactuada e aquela efetivamente entregue, de modo que, havendo deterioração do bem, o credor pode optar por considerar a obrigação resolvida, liberando-se do vínculo obrigacional, ou aceitar a coisa no estado em que se encontra, mediante abatimento proporcional do preço. Em qualquer das duas hipóteses, tendo em vista a ausência de culpa, não será devida indenização em favor do credor, uma vez que, em regra, ninguém responde pelo fortuito, exceto se as partes convencionarem expressamente em sentido diverso[202].

A aproximação entre o art. 235 e a cláusula MAC é funcional, e não estrutural. Ambos os mecanismos conferem ao credor o direito de desvinculação do contrato quando fatos supervenientes, alheios à conduta das partes, comprometem de forma substancial a utilidade da prestação originalmente pactuada. Nesse sentido, evidencia-se que o espírito do art. 235, ao admitir a liberação do credor diante da deterioração do objeto, dialoga com a racionalidade subjacente à cláusula MAC, na medida em que ambos refletem a preocupação com a frustração da utilidade econômica do negócio em razão de eventos supervenientes. Tanto o dispositivo legal quanto a cláusula contratual reconhecem que a alteração relevante das circunstâncias pode frustrar a base econômica do negócio jurídico, justificando a liberação do credor por meio da resolução ou da renegociação. Sob essa perspectiva, os dois institutos compartilham a racionalidade de que o vínculo contratual não pode impor ao credor a

---

[201] Código Civil. **Art. 235.** Deteriorada a coisa, não sendo o devedor culpado, poderá o credor resolver a obrigação, ou aceitar a coisa, abatido de seu preço o valor que perdeu.

[202] TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; DE MORAES, Maria Celina Bodin. **Código Civil interpretado conforme a Constituição da República** - 2. ed. rev. e atual., Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 503.

aceitação de uma prestação substancialmente diversa daquela que motivou sua adesão ao negócio.

Apesar das semelhanças apontadas acima, o art. 235 volta-se exclusivamente à deterioração da coisa, entendida como a alteração do objeto da prestação de forma a comprometer sua integridade ou utilidade[203], enquanto a cláusula MAC pode ter um escopo mais amplo e incidir sobre a deterioração econômica do ativo objeto da operação, o qual é representado pela participação societária e pelo valor subjacente da sociedade-alvo. Nas operações de M&A, a participação societária permanece formalmente a mesma, com idênticos direitos políticos e patrimoniais, de modo que o adquirente recebe exatamente o objeto contratado, ainda que em estado econômico distinto daquele razoavelmente projetado no momento da celebração do negócio. A MAC, portanto, não se restringe à integridade física da coisa, mas tutela o conjunto de circunstâncias fáticas, econômicas e jurídicas que compõem a base da transação, podendo contemplar aspectos relacionados aos negócios, ativos, condição financeira, perspectivas e resultados operacionais da sociedade-alvo[204].

Além disso, o art. 235 opera no plano da obrigação de dar coisa certa, o que pressupõe a existência de um objeto determinado e individualizado no momento da celebração do negócio, bem como a deterioração antes que tenha ocorrido a tradição[205]. Ocorre que, nas operações de M&A, o objeto da prestação refere-se a ações ou quotas societárias, cujo valor econômico está intrinsecamente vinculado às condições econômicas da sociedade-alvo, não se tratando propriamente da deterioração da coisa, mas de alteração superveniente do valor econômico e das circunstâncias negociais que informaram a formação do preço e a decisão de contratar. Por essa razão, a aplicação isolada do art. 235 revela-se insuficiente para oferecer solução satisfatória às partes, que permanecem em situação de insegurança diante de eventos adversos ocorridos no período intercalar.

Com isso, resta evidente a aproximação funcional entre os dois institutos e o diálogo entre a racionalidade subjacente de ambos, visto que tanto o art. 235 quanto a cláusula MAC tratam do direito de desligamento do contrato quando fatos supervenientes, que não guardam, necessariamente, relação com a atuação das partes, comprometem de forma substancial a utilidade da prestação originalmente pactuada, ainda que, no contexto de M&A, tal

---

[203] SCHREIBER, Anderson [et al.]. **Código Civil comentado** - doutrina e jurisprudência. Rio de Janeiro, Forense, 2019, p. 143.

[204] YAMAJI, Crisleine Barboza. **As previsões contratuais da superveniência de circunstâncias:** uma construção teórica à luz das cláusulas Material Adverse Change. 2019. Tese (Doutorado em Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 9 abr. 2019, p. 242.

[205] BRAGA NETTO, Felipe; ROSENVALD, Nelson. **Código Civil Comentado.** 2ª ed. rev., atual. e ampl. Salvador, Editora JusPodivm, 2021, p. 355.

comprometimento se manifeste na dimensão econômica do ativo, e não na sua integridade material.

3.5.2 Revisão contratual por manifesta desproporção (art. 317 do Código Civil)

Os eventos normalmente capturados pela cláusula MAC aproximam-se das hipóteses de alteração das circunstâncias do negócio, previstas nos arts. 317 e 478 do Código Civil, voltados à revisão e resolução contratual em razão de fatos supervenientes que alteram a base econômica do contrato, do que da deterioração da coisa em sentido técnico.

A revisão contratual fundamentada na desproporção manifesta entre o valor da prestação devida e o do momento de sua execução encontra-se expressamente prevista no art. 317 do Código Civil[206]. Esse dispositivo se trata de uma cláusula geral de revisão contratual, que permite a intervenção judicial quando houver manifesta desproporção entre o valor da prestação no momento da formação do contrato e aquele existente na sua execução, desde que a desproporção decorra de eventos imprevisíveis. A desproporção pode originar-se de diversos fatores, tais como desvalorização do bem, crises macroeconômicas e valorização excessiva da prestação, o que autoriza a parte prejudicada pleitear a revisão judicial do contrato, e o juiz a corrigir a prestação a fim de assegurar o seu valor real[207].

O mecanismo previsto no referido artigo tem origem na cláusula *rebus sic stantibus*, segundo a qual permite-se a revisão ou extinção de um contrato em caso de alteração extraordinária das circunstâncias existentes no momento de sua celebração, tornando o negócio jurídico excessivamente oneroso para uma das partes[208]. Inicialmente projetado para

---

[206] Código Civil. **Art. 317.** Quando, por motivos imprevisíveis, sobrevier desproporção manifesta entre o valor da prestação devida e o do momento de sua execução, poderá o juiz corrigi-lo, a pedido da parte, de modo que assegure, quanto possível, o valor real da prestação.

[207] SCHREIBER, Anderson [et al.]. **Código Civil comentado** - doutrina e jurisprudência. Rio de Janeiro, Forense, 2019, p. 143.

[208] Sobre o tema, vide MARTINS-COSTA, Judith. **Comentários ao Novo Código Civil** - Arts. 304 a 388 - Vol. V Tomo I - Coleção - 2a Edição 2005. Rio de Janeiro: Forense, 2006, p. 286-287: "Na mais remota raiz do art. 317 está a filosofia estóica, tal qual acolhida em escritos de Cícero e de Sêneca. A primeira elaboração escrita na qual comparece como princípio geral a regra da modificação do pactuado em presença de uma mudança do estado de fato está no Direito Canônico, no qual acolhida a tese de Tomás de Aquino, derivada, neste particular, dos estudos filosóficos dos estóicos romanos. No Direito Canônico a doutrina foi elaborada por Giovanni d'Andréa, sendo desenvolvida por Bártolo e Acursio a cláusula rebus sic stantibus: a esta subjaz a concepção segundo a qual o contrato permanece íntegro apenas quando não modificada, em sua fase de execução, a situação de recíproco sacrifício e benefício levada em consideração pelas partes no momento de sua conclusão. Passou-se, pois, a entender que a subsistência de uma relação contratual depende das circunstâncias existentes ao concluir o contrato, que eram devidamente pressupostas e cuja variação não era previsível pelas partes. Esta idéia, extremamente ampla, suscitou sempre o problema de sua concretização nas situações particulares, daí resultando doutrinas que ora interpretavam restritivamente a vontade contratual (a ser entendida sempre rebus sic habentibus), ora vinculando a manutenção do sinalagma à Teoria da Causa, ora considerando tão-somente a

contemplar situações em que a desvalorização da moeda pudesse modificar a relação de correspondência entre as prestações, o art. 317 sofreu diferentes emendas até chegar à redação atual, sendo alocado na seção do Código Civil que trata do adimplemento das obrigações.

Nesse sentido, tanto a cláusula MAC quanto o dispositivo do Código Civil visam à reordenação de obrigações das partes, embora possuam diferente intensidade e alcance. Enquanto a invocação da primeira é voluntária, a da segunda depende de apreciação judicial, a qual, por sua vez, só ocorre mediante provocação da parte interessada. Além disso, para aplicação do dispositivo legal, exige-se que o fato superveniente seja imprevisível[209], o que não é imperativo na cláusula MAC, uma vez que a distribuição de riscos pode ser livremente pactuada entre as partes, incluindo a definição do que irá caracterizar mudança material adversa para fins de resilição contratual.

Verificam-se, ainda, diferenças no tocante à valoração do desequilíbrio causado pelo fato superveniente. Enquanto a legislação, para permitir a revisão contratual, exige "desproporção manifesta" entre os valores das prestações, a magnitude da mudança material adversa dependerá do alcance definido pelos próprios contratantes[210]. Por fim, enquanto o efeito principal da cláusula MAC é permitir a resilição do negócio jurídico, o art. 317 busca, em sua essência, preservar a relação contratual, de modo que sua finalidade é modificativa, e não extintiva[211].

Diante do exposto, conclui-se que o art. 317 do Código Civil constitui mecanismo excepcional de revisão contratual, voltado à recomposição do equilíbrio econômico das prestações quando fatos supervenientes, imprevisíveis e extraordinários gerarem desproporção manifesta entre o valor pactuado e aquele devido no momento da execução[212]. Trata-se de instrumento de intervenção judicial que exige requisitos rigorosos para sua incidência, cuja revisão possui natureza heterônoma e finalidade essencialmente conservativa. Isso o

---

imprevista mutação no estado de fato, da qual derivasse um agravamento da posição de um dos contraentes. Contudo, as dificuldades teóricas em individualizar os exatos confins da clausula conduziram numerosos estudiosos, já a partir do fim do séc. XIV, a delimitar o seu campo de aplicação, mediante o recurso a elaborações teóricas presas à distinção entre contratos unilaterais e contratos bilaterais, alcançando-se a separação entre contratos instantâneos (*qui unico momento perficiuntur*) e contratos de trato sucessivo (*qui habent tractum sucessivium*), para limitar a incidência da cláusula a estes últimos."

[209] BRAGA NETTO, Felipe; ROSENVALD, Nelson. **Código Civil Comentado.** 2ª ed. rev., atual. e ampl. Salvador, Editora JusPodivm, 2021, p. 441.

[210] SILVA, Jorge Cesa Ferreira da. **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. 397.

[211] BEVIÁ, Vicente Gimeno. **Condición en los Contratos de Compraventa de Empresa.** Tesis de Doctorado en Derecho. Dirigida por: Esperanza Gallego Sánchez. Universitat d' Alacant. Junho de 2016, p. 228-235.

[212] TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; DE MORAES, Maria Celina Bodin. **Código Civil interpretado conforme a Constituição da República.** 2. ed. rev. e atual., Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 616.

diferencia da cláusula MAC, fundada na autonomia privada e na alocação negocial de riscos, que prescinde de atuação judicial.

3.5.3 Caso fortuito ou força maior (art. 393 do Código Civil)

No âmbito da disciplina dos eventos supervenientes, registra-se também o disposto no art. 393 do Código Civil, que trata das hipóteses de caso fortuito ou força maior[213]. O parágrafo único do referido dispositivo define o fenômeno como "fato necessário, cujos efeitos não era possível evitar ou impedir", conceito amplo e de contornos abertos, procura abarcar eventos caracterizados pela inevitabilidade e pela impossibilidade de impedimento de suas consequências[214]. O principal efeito previsto pela lei consiste no rompimento do nexo de causalidade entre o fato ocorrido e o dano eventualmente sofrido, afastando o dever de indenizar do devedor que deixou de cumprir sua obrigação em razão da ocorrência de evento dessa natureza.

No entanto, a formulação normativa do que efetivamente constitui caso fortuito ou força maior revela-se, muitas vezes, controversa, especialmente em contextos contratuais complexos, nos quais alterações relevantes nas circunstâncias econômicas ou operacionais da relação podem não se enquadrar, com clareza, nos parâmetros tradicionalmente associados a tais institutos. Em razão dessa abertura conceitual, a caracterização de tais eventos frequentemente depende de avaliação *ex post*, sujeita a controvérsia interpretativa e, não raro, à apreciação judicial.

Embora o regime legal trate do tema principalmente sob a perspectiva da exclusão da responsabilidade do devedor, a prática contratual tem desenvolvido soluções adicionais para lidar com essas ocorrências. Entre elas, destacam-se a prorrogação do prazo contratual por período equivalente ao da suspensão decorrente do evento fortuito, bem como a estipulação de um período mínimo de duração do evento que autorize qualquer das partes a invocar o

---

[213] Código Civil. **Art. 393.** O devedor não responde pelos prejuízos resultantes de caso fortuito ou força maior, se expressamente não se houver por eles responsabilizado. **Parágrafo único.** O caso fortuito ou de força maior verifica-se no fato necessário, cujos efeitos não era possível evitar ou impedir.

[214] Sobre o tema, vide MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de direito privado:** t. 05. Campinas: Bookseller, 2000, edição virtual, p. 287 (paginação irregular): "De ordinário, é de acontecimento natural que se trata; mas pode dar-se que seja ato de terceiro, pelo qual não responde o devedor, ou ato sem qualquer culpa do próprio devedor. Não há conceito de caso fortuito que seja absoluto; o mesmo fato pode ser fortuito para A, e não para B."

desligamento do contrato com fundamento em sua ocorrência[215]. Tais mecanismos evidenciam uma tentativa de disciplinar previamente os efeitos de eventos extraordinários, evitando que a ocorrência de circunstâncias imprevisíveis conduza automaticamente à ruptura do vínculo contratual.

Essa lógica aproxima-se, em certa medida, da racionalidade subjacente à cláusula MAC nos contratos de aquisição de participação societária. Assim como ocorre nas cláusulas que tratam de caso fortuito ou força maior, a cláusula MAC também se insere no conjunto de mecanismos destinados a disciplinar os efeitos de fatos supervenientes capazes de alterar significativamente as premissas consideradas pelas partes no momento da contratação.

A diferença entre o regime previsto no art. 393 do Código Civil e a cláusula MAC, contudo, reside principalmente na natureza do evento considerado e na forma pela qual se pretende lidar com a incerteza associada à sua ocorrência. Enquanto o caso fortuito ou a força maior pressupõem a ocorrência de eventos externos, inevitáveis e não imputáveis às partes, cuja caracterização depende da interpretação dos critérios legais, a cláusula MAC permite que as próprias partes definam contratualmente quais eventos serão considerados materialmente adversos para fins de fechamento da operação, independentemente de sua qualificação como caso fortuito ou força maior.

Sob essa perspectiva, a cláusula MAC pode ser compreendida como uma forma de contratualização do tema relacionado aos eventos supervenientes, uma vez que, ao estabelecer parâmetros negociais específicos para a identificação de acontecimentos capazes de conferir à parte prejudicada o direito de desligamento do contrato, as partes reduzem a dependência em relação às categorias legais abertas, como o caso fortuito ou a força maior, e evitam permanecer à mercê da incerteza inerente à sua caracterização. Em vez de recorrer exclusivamente aos critérios abstratos previstos na lei, o contrato passa a oferecer um regime próprio para lidar com alterações relevantes nas circunstâncias consideradas pelas partes no momento da contratação.

Nesse sentido, embora operem em planos distintos, tanto o disposto no art. 393 do Código Civil quanto a cláusula MAC lidam com o risco associado a eventos supervenientes. A diferença reside no fato de que, enquanto o primeiro fornece um regime jurídico geral e abstrato, a segunda representa uma solução negocial construída pelas próprias partes para

---

[215] BUTRUCE, Vitor Augusto José. **O design da ruptura dos contratos empresariais de prazo determinado**. Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019, p. 230-231.

modular, de forma mais calibrada, os efeitos de acontecimentos supervenientes sobre a dinâmica da operação contratual.

3.5.4 Onerosidade excessiva (arts. 478 e 479 do Código Civil)

De maneira complementar, o legislador positivou a chamada teoria da onerosidade excessiva, por meio do art. 478[216] do Código Civil, segundo o qual, nos contratos de execução continuada ou diferida no tempo, caso ocorram eventos extraordinários e imprevisíveis que tornem a prestação excessivamente onerosa a uma das partes, gerando extrema vantagem para a outra, a parte prejudicada poderá pedir a resolução do negócio jurídico[217]. Configura-se, assim, um obstáculo ao cumprimento da obrigação, qual seja, extrema dificuldade em cumprir o acordado em razão de fato superveniente, o que possibilita, em tese, a resolução judicial do contrato.

Em regra, parte-se do pressuposto de que as partes, ao celebrar um contrato, consideraram as circunstâncias econômicas da época e projetaram expectativas razoáveis para o futuro, de modo que, ainda que o negócio não produza os ganhos inicialmente esperados, deverá ser cumprido nos termos pactuados. No entanto, havendo alteração substancial nas condições objetivas existentes no momento da execução, em comparação àquelas presentes na celebração do negócio, faculta-se ao prejudicado insurgir-se e recusar o cumprimento da obrigação, com fundamento na ocorrência de um desequilíbrio econômico que afeta a equivalência entre as prestações assumidas pelas partes, oriundo da materialização de fatos supervenientes que tornam a execução da prestação extremamente dificultosa. Tal regime, contudo, não se aplica a circunstâncias previsíveis ou ordinárias, conforme já consolidado no Enunciado n. 366 aprovado na IV Jornada de Direito Civil do Conselho da Justiça Federal, segundo o qual "o fato extraordinário e imprevisível causador de onerosidade excessiva é aquele que não está coberto objetivamente pelos riscos próprios da contratação"[218].

A resolução contratual com base na onerosidade excessiva prevista no art. 478 exige, cumulativamente, (1) a existência de contrato de execução diferida ou de trato sucessivo; (2)

---

[216] Código Civil, **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.

[217] SCHREIBER, Anderson. **Equilíbrio contratual e dever de renegociar**. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020, p. 199-200.

[218] BRASIL. Conselho da Justiça Federal. **IV Jornada de Direito Civil:** Enunciado 366. Disponível em: https://www.cjf.jus.br/enunciados/enunciado/486. Acesso em 11 fev. 2026.

alteração significativa das condições econômicas objetivas no momento do cumprimento da prestação, em relação àquelas existentes na celebração do contrato; (3) ônus desproporcional para uma das partes e vantagem excessiva para a outra; e (4) imprevisibilidade da alteração ocorrida[219].

A consequência clássica da onerosidade excessiva, uma vez configurados os seus pressupostos, é a resolução do contrato. Ainda que drástica, essa solução foi considerada durante muito tempo como a única compatível com o respeito à autonomia da vontade, sob entendimento de que, se o vínculo não podia ser mantido nos termos originais, tampouco poderia ser alterado, em razão do princípio da intangibilidade do conteúdo contratual[220]. O art. 479 do Código Civil[221], no entanto, confere ao credor o direito de escolha entre a extinção do contrato e sua revisão, mediante ajuste das prestações devidas pelo devedor, faculdade que busca preservar, em alguma medida, a força obrigatória dos contratos. A resolução com base na onerosidade excessiva depende de pronunciamento judicial, sendo que os efeitos retroativos da decisão não alcançam as prestações já realizadas, retroagindo apenas até a data da citação[222].

Assim como ocorre com o art. 317, o reconhecimento da onerosidade excessiva prevista no art. 478 depende de apreciação judicial, devendo a parte prejudicada comprovar que o fato superveniente possui caráter extraordinário e imprevisível[223]. Essas exigências não são requisitos para a aplicação da cláusula MAC, que se fundamenta na distribuição de riscos arquitetada pelas partes no exercício de sua autonomia privada. Além disso, enquanto a

---

[219] PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil:** volume 3: contratos - 24. ed., rev. e atual., Rio de Janeiro: Forense, 2020, p. 150-151.

[220] TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. **Fundamentos de direito civil: Contratos**. Rio de Janeiro: Forense, 2020, v. 3, p. 139.

[221] Código Civil. **Art. 479.** A resolução poderá ser evitada, oferecendo-se o réu a modificar equitativamente as condições do contrato.

[222] TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. **Fundamentos de direito civil: Contratos**. Rio de Janeiro: Forense, 2020, v. 3, p. 139.

[223] Sobre o tema, vide ANDRADE, Fabio Siebeneichler. **A Teoria da Onerosidade Excessiva no Direito Brasileiro:** limites e possibilidades de sua aplicação, Revista da AJURIS, v. 41, n. 134, 2014, p. 250-251: "Em face desta análise acerca dos requisitos da teoria da onerosidade excessiva, pode-se, sumariamente, considerar que o ordenamento civil brasileiro estabeleceu exigências de grande complexidade para o devedor que pretender invocar a onerosidade excessiva. Torna-se uma via crucis para a parte superar todos os pressupostos elencados na legislação, razão pela qual este caminho exigido para a desoneração do pacta sunt servanda pode ser qualificado como excepcional ou mesmo um sonho, difícil de ser alcançado. Muito embora se compreenda que o estabelecimento de uma fórmula para o equilíbrio entre o pacta sunt servanda e a modificação do que foi pactuado pelas partes exija determinados pressupostos, é forçoso considerar que o modelo brasileiro é excessivamente rígido, onerando sobremaneira a possibilidade de modulação pelo intérprete, e com isso criando uma dificuldade quase intransponível para a construção de uma concepção cooperativa – ou solidarista – no campo das modificações do contrato por circunstâncias supervenientes."

onerosidade excessiva exige extrema vantagem à outra parte, a magnitude da alteração nas cláusulas MAC dependerá do disposto no contrato, resultado da negociação entre as partes[224].

Apesar dessa proximidade estrutural entre os dispositivos legais que tratam da onerosidade excessiva superveniente e a cláusula MAC, verificam-se distinções dogmáticas relevantes. O primeiro opera como mecanismo de revisão ou resolução contratual que depende de pronunciamento judicial e da existência de pressupostos legalmente tipificados, enquanto a cláusula MAC constitui técnica de alocação privada de riscos, fundamentada na autonomia privada das partes e cuja incidência decorre da verificação dos eventos contratualmente descritos, podendo ter seus pressupostos livremente negociados e definidos entre os contratantes.

Dessa forma, embora os arts. 478 e 479 do Código Civil representem dispositivos que se aproximam funcionalmente da lógica subjacente às cláusulas MAC, o regime legal permanece como pano de fundo normativo, incidindo naquilo que não tiver sido validamente disciplinado ou derrogado pelas partes. A cláusula MAC, por sua vez, atua como mecanismo específico de gestão de riscos em contratos, cuja estrutura pode ser livremente desenhada pelas partes, desde que não importe violação a qualquer dispositivo legal. A compreensão dessa coexistência é essencial para evitar tanto a absorção indevida da MAC pelo regime da onerosidade excessiva quanto sua leitura como instituto imune ao controle sistemático do direito contratual brasileiro.

3.5.5 Compatibilidade da cláusula MAC com o ordenamento jurídico brasileiro

Diante da análise dos dispositivos legais que tratam da alteração das circunstâncias negociais, surge uma indagação fundamental acerca da coexistência entre a cláusula MAC e os referidos dispositivos. A questão reside, mais especificamente, na dúvida acerca da possibilidade de esse mecanismo substituir o regime legal das alterações supervenientes previsto especificamente nos arts. 317 e 478 do Código Civil, ou se, ao contrário, representa uma forma de concretização contratual da mesma racionalidade subjacente a tais dispositivos.

---

[224] PIRES, Catarina Monteiro. **Cláusulas de preço fixo, de ajustamento de preço e de alteração material adversa ("MAC") e cláusulas de força maior**: revisitando problemas de riscos de desequilíbrio e de maiores despesas em tempos virulentos. Revista da Ordem dos Advogados. Lisboa, v. 80, n. 1-2, jan./jun. 2020, p. 82.

O enfrentamento dessa questão exige a retomada da teoria dos elementos categoriais do negócio jurídico, sistematizada por Antonio Junqueira de Azevedo[225]. Segundo essa construção doutrinária, os elementos que integram o negócio jurídico podem ser classificados em três espécies distintas, quais sejam, (1) essenciais, que são indispensáveis à estrutura do ato e sem os quais o ato não existe, (2) naturais, que decorrem da própria natureza do negócio e produzem efeitos independentemente de menção expressa, e (3) acidentais, que consistem em estipulações facultativamente adicionadas pelas partes, com o objetivo de modificar as consequências naturais do negócio, tal como ocorre com a condição, o termo ou o encargo[226].

Os elementos essenciais, por sua indispensabilidade à própria existência do ato, são inderrogáveis, uma vez que, caso afastados, o negócio jurídico deixa de existir como tal. Na compra e venda de participação societária, os elementos essenciais traduzem-se no consenso sobre o preço e o ativo objeto da alienação[227], de modo que qualquer tentativa de derrogar esses elementos compromete a própria configuração do tipo negocial.

Os elementos naturais, por sua vez, são derrogáveis, de modo que, ainda que as partes optem por afastar sua aplicação, o regime jurídico do negócio permanece o mesmo, uma vez que tais elementos não dizem respeito ao tipo negocial específico, mas a categorias mais abstratas, como as de contratos bilaterais ou onerosos[228]. A derrogabilidade decorre do fato de que esses elementos, embora componham a disciplina típica do negócio, não integram sua essência constitutiva. São exemplos clássicos de elementos categoriais naturais a responsabilidade pela evicção da coisa nos contratos de compra e venda e a responsabilidade por vícios redibitórios nos contratos comutativos.

Sobre o tema, Antonio Junqueira de Azevedo menciona expressamente, como elementos naturais dos contratos onerosos com execução diferida, aqueles concernentes aos

---

[225] Sobre o tema, vide AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio Jurídico:** Existência, Validade e Eficácia. 4. ed. atual. de acordo com o novo Código Civil (Lei n. 10.406, de 10-1-2002). São Paulo: Saraiva, 2002, p. 35: "Os elementos categoriais não resultam da vontade das partes, mas, sim, da ordem jurídica, isto é, da lei e do que, em torno desta, a doutrina e a jurisprudência constróem. Na esteira dos juristas romanos e com base na idéia de natura de cada tipo de negócio, a análise revela duas espécies de elementos categoriais: os que servem para definir cada categoria de negócio e que, portanto, caracterizam sua essência são os elementos categoriais essenciais ou inderrogáveis; e os que, embora diferindo da natureza do negócio, podem ser afastados pela vontade da parte, ou das partes, sem que, por isso, o negócio mude de tipo, são os elementos categoriais naturais ou derrogáveis."

[226] AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio Jurídico:** Existência, Validade e Eficácia. 4. ed. atual. de acordo com o novo Código Civil (Lei n. 10.406, de 10-1-2002). São Paulo: Saraiva, 2002, p. 27.

[227] BUSCHINELLI, Gabriel. **Compra e venda de participações societárias de controle:** regime jurídico e estruturação contratual. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021, p. 79.

[228] SILVA, Jorge Cesa Ferreira da. **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. 398.

direitos resultantes arts. 317 e 478. Esse enquadramento dogmático é decisivo para a compreensão do problema aqui enfrentado, pois demonstra a possibilidade de derrogação, pelas partes, dos institutos revisionais previstos no Código Civil[229]. Se tais mecanismos constituem elementos naturais, e não essenciais, do negócio, sua aplicação pode ser modulada, restringida ou mesmo afastada por acordo das partes, sem que isso implique desnaturação do tipo contratual. Todavia, essa derrogação não implica, necessariamente, a exclusão da lógica protetiva subjacente às regras legais, podendo representar apenas a sua especificação contratual mediante critérios previamente definidos pelas partes.

A compreensão de que tais dispositivos legais constituem elementos naturais do negócio jurídico conduz à conclusão de que as normas revisionais dos contratos podem ser alteradas pelas partes, tanto no que diz respeito à sua aplicação ou não, quanto aos seus efeitos e limites de atuação. Admite-se, portanto, que os contratantes disponham sobre os pressupostos de incidência desses institutos, sobre a consequência de sua aplicação e sobre os limites dentro dos quais operam. O sistema previsto nos arts. 235, 317, 393, 478 e 479 do Código Civil permanece vigente naquilo que não for derrogado pelas partes, caracterizando-se como regime supletivo. Por essa razão, a cláusula MAC mostra-se devidamente recepcionada pelo ordenamento jurídico brasileiro, podendo conviver com os institutos legais, os quais só serão afastados se expressamente previsto pelas partes no instrumento contratual. Nessa perspectiva, a cláusula MAC não afasta propriamente a incidência das categorias jurídicas que informam os institutos revisionais, mas desloca o debate para o plano contratual, na medida em que as partes previamente estipulam quais eventos são considerados relevantes e quais consequências decorrerão de sua verificação.

Nesse cenário, a introdução da cláusula MAC representa exercício legítimo de conformação privada do regime das circunstâncias supervenientes. No âmbito de coincidência entre a disciplina contratual e a norma legal dispositiva, prevalece o arranjo pactuado pelas partes, manifestação da autonomia privada como fundamento da vinculação contratual. Ainda que não haja exclusão expressa dos dispositivos legais, a interpretação sistemática do

---

[229] Sobre o tema, vide AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio Jurídico:** Existência, Validade e Eficácia. 4. ed. atual. de acordo com o novo Código Civil (Lei n. 10.406, de 10-1-2002). São Paulo: Saraiva, 2002, p. 36-37: "São exemplos de elementos categoriais naturais: a responsabilidade pela evicção, na compra e venda e nos contratos onerosos de disposição de bens; a responsabilidade pelos vícios redibitórios, nos contratos comutativos; a gratuidade, no depósito, no mútuo e no mandato etc; Também as categorias mais altas podem ter elementos categoriais naturais. Assim, a resolução, ou a revisão judicial, por excessiva onerosidade (dita cláusula rebus sic stantibus), quando o ordenamento jurídico a admite, nos contratos onerosos a trato sucessivo ou com execução diferida (art. 1.467 do CC italiano, por exemplo); a suposição de que prestação e contraprestação devam ser cumpridas simultaneamente, nos contratos bilaterais (primeira parte do art. 1.092 do CC, execução *donnant donnant*, possibilitando a *exceptio non adimpleti contractus*)."

contrato, orientada pelos usos e costumes das operações de compra e venda de participação societária, pode revelar a intenção de substituir o regime legal por uma disciplina específica de alocação de riscos no período intercalar[230].

A doutrina nacional, contudo, não é unânime a respeito dessa possibilidade. Parte dos autores sustenta que os arts. 317 e 478 do Código Civil constituiriam normas de ordem pública, insuscetíveis de afastamento por convenção das partes. Segundo essa corrente, qualquer disposição contratual que proíba ou busque afastar a aplicação da imprevisão ou da onerosidade excessiva atenta contra a concepção social do contrato e o equilíbrio contratual como princípio estruturante do sistema[231]. Em sentido oposto, há quem defenda que o afastamento desses institutos seria plenamente possível, como expressão do poder de autorregulamentação das partes, inerente à autonomia privada[232]. Uma terceira via intermediária, por fim, considera possível o afastamento do direito à renegociação decorrente da imprevisão ou onerosidade excessiva, desde que tal afastamento esteja de acordo com a função social daquela relação contratual[233].

A posição adotada nesta dissertação alinha-se à segunda corrente, uma vez que em operações de compra e venda de participação societária, celebradas entre partes presumidamente sofisticadas, com assessoria jurídica adequada e em condições de paridade negocial, a derrogação dos institutos revisionais legais, que se enquadram na categoria de elementos naturais do contrato, constitui expressão legítima da autonomia privada. Tal conclusão é reforçada pelo regime introduzido pela Lei nº 13.874/2019, conhecida como Lei da Liberdade Econômica, que consagra a intervenção mínima e excepcional do Estado nas relações contratuais e estabelece a presunção de paridade e simetria nos contratos empresariais, além de prestigiar a alocação de riscos desenhada pelas partes[234]. Nesse contexto, a própria lógica econômica das operações de fechamento diferido pressupõe a distribuição negocial de riscos supervenientes, em razão das incertezas que permeiam o

---

[230] GEBRIM, Larissa Santiago. **Cláusulas de mudança adversa relevante na compra e venda de participação societária: uma alternativa ao regime geral da alteração de circunstâncias?** Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 24 ago. 2022, p. 205-206.

[231] NASSER, Paulo Magalhães. Onerosidade Excessiva no Contrato Civil. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 162; e GAGLIANO, Pablo Stolze. **Novo Curso de Direito Civil**, v. 4. São Paulo: Saraiva Educação, 2019, p. 305-306.

[232] ANDRADE, Fabio Siebeneichler. **A Teoria da Onerosidade Excessiva no Direito Brasileiro:** limites e possibilidades de sua aplicação, Revista da AJURIS, v. 41, n. 134, 2014, p. 248.

[233] SCHREIBER, Anderson. **Equilíbrio contratual e dever de renegociar.** 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020, p. 411-412.

[234] Lei nº 13.874/2019. **Art. 2º.** São princípios que norteiam o disposto nesta Lei: I - a liberdade como uma garantia no exercício de atividades econômicas; II - a boa-fé do particular perante o poder público; **III - a intervenção subsidiária e excepcional do Estado sobre o exercício de atividades econômicas; e** IV - o reconhecimento da vulnerabilidade do particular perante o Estado.

período intercalar. A definição contratual da materialidade do evento adverso, bem como a estipulação de exceções, revela quais circunstâncias as partes consideram aptas a afetar as bases econômicas do contrato a ponto de permitir o direito de desligamento do negócio jurídico, o que faz com que a controvérsia se desloque da demonstração dos requisitos legais, de caráter aberto e indeterminado, e passe a se concentrar na verificação do cumprimento dos critérios contratualmente estabelecidos. Em outras palavras, em vez de comprovar a presença dos pressupostos legais indeterminados, a parte que invoca a MAC deverá demonstrar a ocorrência dos eventos e condições previstos na própria cláusula, que materializam, em termos negociais, a mesma preocupação subjacente ao regime legal.

Importa ressaltar, contudo, que a prevalência do arranjo contratual não implica imunidade da cláusula MAC ao controle jurídico. Nos contratos empresariais, nos quais presume-se a paridade das partes, a autonomia privada permanece sujeita a controle em relação à eventual abusividade no exercício de direito potestativo de invocar a MAC para desligar-se do contrato. Em observância ao regime inaugurado pela Lei da Liberdade Econômica, tal controle deve ser exercido de forma excepcional, em prestígio à intervenção mínima do Estado nas relações contratuais e à liberdade das partes como uma garantia ao exercício de suas atividades econômicas. A natureza dispositiva do regime legal, portanto, não afasta o controle jurídico, mas impõe que ele se concentre na repressão ao exercício abusivo do direito, e não na revisão da conveniência econômica do arranjo contratual. Assim, o controle judicial não deverá incidir sobre a previsão legal da alteração das circunstâncias, mas sobre a correta interpretação e aplicação da disciplina contratual que as partes elegeram para lidar com tais eventos.

Em conclusão, a coexistência entre a cláusula MAC e os dispositivos revisionais do Código Civil deve ser compreendida como relação de complementaridade e prevalência da autonomia privada em matéria dispositiva, especialmente em contratações empresariais entre partes presumidamente paritárias. O regime legal subsiste como pano de fundo normativo, incidindo naquilo que não tiver sido validamente disciplinado pelas partes, e no que for objeto de regulação contratual específica, o regime legal cede espaço à distribuição contratual dos riscos supervenientes, podendo o direito a desligar-se da operação ser controlado *ex post* sob o parâmetro da abusividade. Nessa lógica, a cláusula MAC não representa negação dos dispositivos legais que tratam de alterações supervenientes, mas a densificação contratual desse tema, na medida em que transforma critérios jurídicos abertos em parâmetros negociais

verificáveis. É nessa articulação entre norma e design contratual que se insere, de modo coerente e dogmaticamente fundamentado, a cláusula MAC no direito contratual brasileiro.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente dissertação propôs-se a investigar a aplicação da cláusula de mudança material adversa como mecanismo de extinção contratual em operações de aquisição de participação societária de fechamento diferido, com especial atenção à sua compatibilidade com o ordenamento jurídico brasileiro.

Apontou-se que a cláusula MAC se insere no contexto das operações de M&A de fechamento diferido, demonstrando como a separação temporal entre a celebração e o fechamento do contrato é permeada por riscos referentes a fatos supervenientes que, caso se materializem, podem impactar de forma significativa o valor da sociedade-alvo e alterar as condições econômicas da operação. Nesse sentido, a possibilidade de alteração das circunstâncias que ensejaram a celebração do contrato passa a exigir mecanismos sofisticados de alocação de risco, dentre os quais se destaca a cláusula MAC.

Em análise à origem da cláusula no direito anglo-americano, que adota o sistema jurídico da *common law*, foi possível observar que esse mecanismo surgiu como alternativa contratual às dificuldades relativas à aplicação da doutrina da frustração, remédio jurídico aplicável a fatos supervenientes, mas que, em razão do elevado grau de exigência para seu reconhecimento, revelava-se insuficiente para tutelar adequadamente os interesses das partes. Assim, a MAC foi desenvolvida como forma de disciplinar, de maneira mais calibrada e personalizada, a distribuição dos riscos livremente negociados entre as partes, referentes à alteração de circunstâncias consideradas essenciais para a continuidade da operação, e o mecanismo passou a fazer parte do repertório habitual das operações de M&A.

Conclui-se, desse modo, que, na sua função extintiva, a cláusula MAC constitui um mecanismo contratual por meio do qual as partes, no exercício de sua autonomia privada, definem previamente quais eventos ou alterações circunstanciais serão considerados suficientemente relevantes para conferir ao comprador o direito de desligamento contratual de um contrato de compra e venda de participação societária sem incidência de ônus.

O segundo capítulo dedicou-se à análise de oito contratos brasileiros de compra e venda de participação societária, disponíveis publicamente, com foco nas variações estruturais e taxonômicas adotadas assumidas pela cláusula MAC. Inicialmente, examinou-se a definição do que as partes consideram materialmente adverso para fins de encerramento do contrato, redação esta que varia entre termos precisos e conceitos vagos, verificando-se que a opção por maior ou menor especificidade reflete estratégias conscientes de gestão de risco adotadas

pelas partes. Além disso, foram identificadas três formas principais de utilização da cláusula MAC na arquitetura contratual: como condição precedente ao fechamento, como qualificador de declarações e garantias, e como hipótese de extinção contratual.

A análise demonstra que, embora os contratos brasileiros apresentem peculiaridades relevantes, há padrões recorrentes de estruturação que refletem escolhas deliberadas quanto à alocação de riscos supervenientes. É possível constatar que a eficácia extintiva da cláusula MAC independe da seção contratual em que o mecanismo é positivado, sendo a intenção das partes que determinará o alcance do direito de desligamento do comprador diante da ocorrência de fato superveniente definido pelas partes como materialmente adverso. Verifica-se ainda que a presença da MAC no arranjo contratual opera como incentivo comportamental às partes, na medida em que incute a necessidade de condução ordinária dos negócios, sob o risco de eventual alteração ser compreendida como evento material adverso.

Tendo em vista que esse mecanismo deriva de países que se utilizam da *common law*, entende-se que a cláusula MAC deve ser estudada sob a perspectiva dogmática do direito brasileiro, para notarem-se as diferenças existentes entre os sistemas jurídicos da *civil law* e da *common law*, bem como os desafios relacionados à tropicalização de cláusulas oriundas do direito anglo-americano. Ao investigar-se a natureza jurídica da MAC e sua qualificação como mecanismo extintivo no contexto nacional, à luz das figuras da revogação, da condição e da resilição unilateral, chega-se à conclusão de que, ao cumprir função extintiva, a cláusula MAC mais se aproxima da resilição unilateral, positivada no art. 473 do Código Civil, uma vez que seu fundamento reside na ocorrência de evento superveniente que altera substancialmente as bases comerciais e econômicas do contrato, permitindo o desligamento sem configuração de inadimplemento.

Por fim, o exame dogmático deve cotejar a relação da cláusula MAC com os dispositivos legais que tratam de fatos supervenientes no Código Civil, notadamente os artigos 235, 317, 393, 478 e 479, sendo possível observar seus pontos de convergência e de distanciamento. Verifica-se que, embora o ordenamento brasileiro disponha de instrumentos para lidar com o desequilíbrio contratual superveniente, a cláusula MAC distingue-se por sua natureza de alocação contratual de riscos, oferecendo especificidade e previsibilidade que os remédios legais não alcançam.

Assim, o trabalho evidencia que a coexistência entre a cláusula MAC e os dispositivos extintivos ou revisionais do Código Civil deve ser compreendida como relação de complementaridade, com prevalência da autonomia privada em matéria dispositiva,

especialmente em contratações empresariais entre partes presumidamente paritárias e sofisticadas. O regime legal subsiste como pano de fundo normativo, incidindo naquilo que não tiver sido validamente disciplinado pelas partes, sendo que, no que for objeto de regulação contratual específica, o regime legal cede espaço à distribuição contratual dos riscos supervenientes, desde que observados os limites legais impostos.

Nessa lógica, a cláusula MAC não representa negação dos dispositivos legais que tratam de alterações supervenientes, mas a sua densificação contratual, na medida em que transforma critérios jurídicos abertos, como imprevisibilidade e onerosidade excessiva, em parâmetros negociais verificáveis. É essa articulação entre norma e design contratual que permite inserir, de modo coerente e dogmaticamente fundamentado, a cláusula MAC no direito contratual brasileiro.

A partir, principalmente, da análise de oito contratos reais disponíveis publicamente que contaram com a previsão de cláusula MAC em diferentes arquiteturas, a presente dissertação busca provocar e contribuir para uma maior discussão acerca desse mecanismo contratual que, não raro, é replicado em contratos regidos pela legislação brasileira sem a devida reflexão crítica.

Respondendo aos questionamentos principais que nortearam esta dissertação, pode-se concluir que a cláusula MAC representa um efetivo instrumento de gestão dos riscos contratuais ligados a fatos supervenientes, conferindo à parte prejudicada o direito de encerrar o negócio jurídico. Sua aplicação pode adotar redação mais ampla e aberta, ou fazer uso de definições específicas, com parâmetros objetivos, listas de eventos e exceções, sendo que o grau de detalhamento dependerá de decisões tomadas pelas partes no processo de negociação. Nesse sentido, a teoria do design contratual oferece relevante arcabouço teórico para explicar as diferentes possibilidades de estruturação contratual, não havendo que se falar em uma fórmula única a ser aplicada indistintamente para todos os casos.

Para além da função extintiva da cláusula MAC, deve-se compreender sua utilização como instrumento de barganha, uma vez que a persecução judicial do fechamento, ou da extinção do contrato, pode implicar em custos financeiros e reputacionais elevados, os quais servem como uma espécie de fricção estratégica entre as partes. A incerteza e os ônus associados ao eventual litígio podem funcionar como catalisadores de soluções consensuais, estimulando a renegociação e a preservação da viabilidade econômica da operação diante da ocorrência de mudanças materiais adversas.

Importa ressaltar, contudo, que a presente pesquisa se concentrou na análise da função extintiva da cláusula MAC, sem pretensão de esgotar as múltiplas funções que esse mecanismo pode assumir na prática contratual. Dentre as funções não exploradas, podem ser mencionadas seu papel de estimular o cumprimento do dever de informação, que se traduz na necessidade de as partes divulgarem o maior nível de informação que possuem ao seu dispor, bem como sua função indenizatória, por meio da qual a ocorrência de evento MAC dá ensejo ao pagamento de indenização em favor do comprador.

Como agenda de pesquisa futura, mostra-se promissora a investigação dessas funções alternativas da cláusula MAC nos contratos de M&A com fechamento diferido, bem como o exame empírico de sua utilização no mercado brasileiro, com atenção à forma como as partes estruturam exceções, padrões de materialidade e mecanismos probatórios. Também mostra-se relevante aprofundar a análise da interação entre cláusulas MAC e outros dispositivos contratuais voltados à alocação de risco, como cláusulas de indenização, explorando a complementaridade entre tais mecanismos no design contratual de operações complexas.

Espera-se, por fim, que a presente dissertação contribua para a compreensão dogmática da cláusula MAC no direito brasileiro e para o desenvolvimento de análises futuras que ampliem o debate acerca do papel dos mecanismos contratuais de gestão de incertezas em contratos empresariais submetidos ao transcurso do tempo e de elevada complexidade econômica.

REFERÊNCIAS

Agreement and Plan of Merger celebrado entre Tiffany & Co., LVMH Moët Hennessy-Louis Vuitton SE, Breakfast Holdings Acquisition Corp. e Breakfast Acquisition Corp. em 24 de novembro de 2019. Disponível em: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/98246/000119312519299997/d840067dex21.htm. Acesso em: 19 fev. 2026.

AGUIAR JÚNIOR, Ruy Rosado de. **Extinção dos contratos.** *In:* FERNANDES, Wanderley (Coord.). Contratos empresariais: fundamentos e princípios dos contratos empresariais. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2012 (Série GVlaw).

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

AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio Jurídico:** Existência, Validade e Eficácia. 4. ed. atual. de acordo com o novo Código Civil (Lei n. 10.406, de 10-1-2002). São Paulo: Saraiva, 2002.

BEVIÁ, Vicente Gimeno. **Condición en los Contratos de Compraventa de Empresa.** Tesis de Doctorado en Derecho. Dirigida por: Esperanza Gallego Sánchez. Universitat d' Alacant. Junho de 2016.

BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições:** aspectos estratégicos, societários, negociais, contratuais e fiscais. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

BRAGA NETTO, Felipe; ROSENVALD, Nelson. **Código Civil Comentado**. 2ª ed. rev., atual. e ampl. Salvador, Editora JusPodivm, 2021.

BRASIL. Conselho da Justiça Federal. **IV Jornada de Direito Civil**: Enunciado 366. Disponível em: https://www.cjf.jus.br/enunciados/enunciado/486. Acesso em 11 fev. 2026.

_____. **Lei nº 10.406**, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 11 jan. 2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 01 fev. 2026.

_____. **Lei nº 13.874**, de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 20 set. 2019. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/l13874.htm. Acesso em: 01 fev. 2026.

BUSCHINELLI, Gabriel. **Compra e venda de participações societárias de controle:** regime jurídico e estruturação contratual. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-26022021-165627/publico/5181711_Tese_Original.pdf. Acesso em: 21 jun. 2025.

BUTRUCE, Vitor Augusto José. **O design da ruptura dos contratos empresariais de prazo determinado.** Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-07082020-152902/pt-br.php. Acesso em: 03 ago. 2025.

CHOI, Albert; TRIANTIS, George. **Strategic vagueness in contract design:** the case of corporate acquisitions. The Yale Law Journal, New Haven, v. 119, n. 5, mar. 2010, p. 848-924. Disponível em: https://www.yalelawjournal.org/article/strategic-vagueness-in-contract-design-the-case-of-corporate-acquisitions. Acesso em: 03 ago. 2025.

CNN BRASIL. LVMH consegue desconto de US$ 400 mi no acordo com a Tiffany após disputa legal. CNN Brasil, 30 de outubro de 2020. Disponível em: https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/lvmh-consegue-desconto-de-us-400-mi-no-acordo-com-a-tiffany-apos-disputa-legal/. Acesso em: 19 fev. 2026.

Complaint for Specific Performance of Obligations Under Agreement and Plan of Merger at 1-2, **Genesco, Inc. v. The Finish Line, Inc.,** et.al, Tennessee Chancery Court, n. 07-2137-11, 21 set. 2007. Disponível em: <https://www.wsj.com/public/resources/documents/wsj071227-lb-finishline_headwind.pdf>. Acesso em 10 jan. 2026.

Contrato de Compra e Venda de Ações celebrado em 26 de abril de 2018 por e entre Itaúsa – Investimentos Itaú S.A, na qualidade de vendedora, Kilimanjaro Brasil Partners I B – Fund de Investimento em Participações Multiestratégia Investimento no Exterior, na qualidade de compradora e, ainda, na qualidade de parte interveniente, Elekeiroz S.A. Disponível em: https://sistemas.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-2018-04437/20180807_Contrato_de_Compra_e_Venda_de_A%C3%A7%C3%B5es.pdf. Acesso em: 20 jan. 2026.

COSTA, Matheus Sprenger Neubauer da. **O estranho animal chamado cláusula MAC.** Revista Semestral de Direito Empresarial, Rio de Janeiro, v. 29, n. 2, jul./dez. 2021, p. 111-134.

SILVA, Jorge Cesa Ferreira da. **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.

OLIVEIRA, João Maria Leoni Lopes de. **Direito Civil:** Teoria Geral do Direito Civil, v. 2. Editora Lumen Juris, Rio de Janeiro: 2000, p. 752.

DLP. **"substancial"**. Academia Brasileira de Letras. Disponível em: <https://servbib.academia.org.br/dlp/verbete.xhtml?entrada=substancial>. Acesso em: 11 jan. 2026.

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

FERREIRA, Ivo Bari; VILELA, Renato. **Breves comentários sobre a cláusula de limitação de responsabilidade em contratos de compra e venda de participações societárias no**

Brasil. *In:* ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti J. Fusões e Aquisições (M&A). São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 359-382.

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

FREUND, James C. **Anatomy of a Merger:** strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions. Nova Iorque: Law Journal Press, 1975.

GEBRIM, Larissa Santiago. **Cláusulas de mudança adversa relevante na compra e venda de participação societária:** uma alternativa ao regime geral da alteração de circunstâncias? Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 24 ago. 2022. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-18112022-104334/publico/10122266MIC.pdf. Acesso em: 21 jun. 2025.

GILSON, Ronald J.; SCHWARTZ, Alan. **Understanding MACs:** Moral hazard in acquisitions. Journal of Law, Economics and Organization, v. 21, n. 2, 2005. Disponível em: https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2318&context=faculty_scholarship. Acesso em: 02 ago. 2025.

GREZZANA, Giácomo Luiz Maria Oliveira. **A natureza jurídica da cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária.** 2019. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-10072020-141555/pt-br.php. Acesso em: 22 dez. 2025.

HEXION SPECIALTY CHEMICALS, INC. V. HUNTSMAN CORP. Court of Chancery of Delaware, C.A. No. 3841–VCL., 29 set., 2008. Disponível em: https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=112500. Acesso em: 13 jan. 2026.

TAYLOR V. CALDWELL, 122 E.R. 309. Disponível em: <https://www.trans-lex.org/302915>. Acesso em: 10 jan. 2026.

KRELL V. HENRY. [1903] 2 K.B. 740, [1903] 8 WLUK 20. Disponível em: https://www.trans-lex.org/311100/_/krell-v-henry-%5B1903%5D-2-kb-740/. Acesso em: 05 jan. 2026.

MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. **Bring down clause**: notas sobre a cláusula de declarações e garantias no interim period. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (Coord.). Fusões e aquisições (M&A). São Paulo: Quartier Latin, 2022.

MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. **Execução diferida do contrato em operações de Fusões e Aquisições (F&A) de sociedades anônimas:** análise de aspectos contratuais e societários. 192 f. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021.

MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. **Pendência da condição suspensiva:** proteção dos figurantes e modificações do objeto da prestação. 2014. 153 f. Dissertação (Mestrado em Direito Civil) - Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2015.

MARTINS-COSTA, Judith; SILVA, Paula Costa e. **Crise e perturbações no cumprimento da prestação:** estudo de direito comparado luso-brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

MARTINS-COSTA, Judith. **Comentários ao Novo Código Civil** - Arts. 304 a 388 - Vol. V Tomo I - Coleção - 2a Edição 2005. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

MELO, Tatiana Massaroli; FUCIDJI, José Ricardo. **Racionalidade limitada e a tomada de decisão em sistemas complexos.** Revista de Economia Política (São Paulo), v. 36, n. 3, 2016, p. 622–645. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/0101-31572016v36n03a09>. Acesso em 09 jan. 2025.

MILLER, Robert T. **The Economics of Deal Risk:** Allocating Risk through MAC Clauses in Business Combination Agreements. William & Mary Law Review, n. 50, n. 6, 2009, p. 2007-2103. Disponível em: https://scholarship.law.wm.edu/wmlr/vol50/iss6/4. Acesso em: 02

ago. 2025.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de direito privado:** t. 02. Campinas: Bookseller, 2000, edição virtual.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de direito privado:** t. 05. Campinas: Bookseller, 2000, edição virtual..

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de Direito Privado:** t. 25. Campinas: Bookseller, 2000, edição virtual.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de direito privado:** t. 38. Campinas: Bookseller, 2000, edição virtual.

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

OLIVEIRA E SÁ, Fernando. **Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas.** In: Direito e Justiça, vol. Especial, 2012, p. 427-444. Disponível em: https://revistas.ucp.pt/index.php/direitoejustica/article/view/9866. Acesso em: 03 ago. 2025.

GOMES, Orlando. **Contratos**. 26. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007

PARGENDLER, Mariana. **O Direito Contratual comparado em nova perspectiva:** revisitando as diferenças entre os sistemas romano-germânico e do common law. Revista Direito GV. São Paulo: FGV, v. 13, n. 3, p. 796-826, set./dez. 2017. Disponível em: http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/revdireitogv/article/view/73326/70468. Acesso em: 09 jul. 2025.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**: v. 1, 30ª ed., rev. e atual, Rio de Janeiro: Forense, 2017.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil:** volume 3: contratos - 24. ed., rev. e atual., Rio de Janeiro: Forense, 2020.

PIRES, Catarina Monteiro. **Cláusulas de preço fixo, de ajustamento de preço e de alteração material adversa ("MAC") e cláusulas de força maior:** revisitando problemas de riscos de desequilíbrio e de maiores despesas em tempos virulentos. Revista da Ordem dos Advogados. Lisboa, v. 80, n. 1-2, jan./jun. 2020, p. 73-93. Disponível em: https://portal.oa.pt/media/131416/catarina-monteiro-pires.pdf. Acesso em: 03 ago. 2025.

SACCO, Rodolfo. **Introdução ao direito comparado**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001, p. 44, tradução Véra Jacob de Fradera.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça, 1ª Vara Cível da Comarca de São Paulo, Foro Regional IV - Lapa. **Autos n. 0009826-48.2017.8.26.0004**.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça, 28ª Vara Cível da Comarca de São Paulo, Foro Central Cível. **Autos n. 1000667-96.2019.8.26.0100**.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça, 3ª Vara Cível da Comarca de São Paulo, Foro Regional II - Santo Amaro. **Autos n. 1002373-59.2015.8.26.0002**.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça, 1ª Vara Cível da Comarca de São Paulo, Foro Regional IV - Lapa. **Autos n. 1008623-53.2025.8.26.0004**.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça, 2ª Vara Empresarial e Conflitos de Arbitragem da Comarca de São Paulo, Foro Central Cível. **Autos n. 1016133-28.2022.8.26.0100**.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça, 9ª Vara Cível da Comarca de São Paulo, Foro Regional II - Santo Amaro. **Autos n. 1030905-67.2020.8.26.0002**.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça, 2ª Vara Empresarial e Conflitos de Arbitragem da Comarca de São Paulo, Foro Central Cível. **Autos n. 1045658-55.2022.8.26.0100**.

SCHREIBER, Anderson [et al.]. **Código Civil comentado** - doutrina e jurisprudência. Rio de Janeiro, Forense, 2019.

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

SCHWARTZ, Andrew A. **A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause**. Universidade da Califórnia em Los Angeles Law Review, v. 57, 2010, p. 789-839.

SCHWARTZ, Andrew A. **Frustration, the MAC Clause, and COVID-19.** UC Davis Law Review, Davis, v. 55, p. 1771-1823, 2022. Disponível em: https://lawreview.law.ucdavis.edu/sites/g/files/dgvnsk15026/files/media/documents/55-3_Schwartz.pdf. Acesso em: 21 fev. 2026.

SCOTT, Robert E.; SCHWARTZ, Alan. **Contract theory and the limits of contract law**. The Yale Law Journal, v. 113, 2003, p. 559.

SILVA, Tiago Gomes da. **Lei seca, institucionalismo e federalismo.** *In:* SIMPÓSIO NACIONAL DE HISTÓRIA, 42., 2011, São Paulo. Anais do 42º Simpósio Nacional de História. São Paulo: ANPUH, 2011. Disponível em: https://www.snh2011.anpuh.org/resources/anais/42/1471230997_ARQUIVO_TiagoGomesdaSilva.pdf. Acesso em: 7 fev. 2026.

SIMON, Herbert. **Administrative behavior:** a study of decision-making processes in administrative organizations. 4. ed. Nova Iorque: The Free Press, 1997.

TARTUCE, Flávio. **Manual de direito civil:** volume único. 6 ed. rev., atual. e ampl. - Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: MÉTODO, 2016.

TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; DE MORAES, Maria Celina Bodin. **Código Civil interpretado conforme a Constituição da República**. 2. ed. rev. e atual., Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 503.

TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. **Fundamentos de direito civil:** Contratos. Rio de Janeiro: Forense, 2020, v. 3.

THEILKUHL, Daniel Ugo Rivera. **A cláusula MAC como mecanismo contratual para a gestão dos riscos decorrentes do desequilíbrio superveniente em operações de M&A**. Dissertação (Mestrado Profissional em Direito Civil Contemporâneo e Prática Jurídica) – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 19 mai. 2023. Disponível em: https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/62990/62990.PDF. Acesso em: 21 jun. 2025.

TIFFANY & CO. [Plaintiff], v. LVMH MOËT HENNESSY-LOUIS VUITTON SE [et al.] [Defendants], N. 2020-07068 (Del. Ch.). Disponível em: https://www.courthousenews.com/wp-content/uploads/2020/09/Tiffany-LVMH-suit.pdf. Acesso em: 19 fev. 2026.

WILLIAMSON, Oliver. **The economic institutions of capitalism:** firms, markets and relational contracting. Nova Iorque: The Free Press, 1985.

YAMAJI, Crisleine Barboza. **As previsões contratuais da superveniência de circunstâncias:** uma construção teórica à luz das cláusulas Material Adverse Change. 2019. Tese (Doutorado em Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 9 abr. 2019. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2131/tde-07082020-132601/publico/4946191DIO.pdf. Acesso em: 21 jun. 2025.

ZANELATTO, Natália 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. São Paulo, v. 182/183, ago; 2021/jul 2022, p. 133–158.