IX ENCONTRO VIRTUAL DO CONPEDI

DIREITO EMPRESARIAL

JEFFERSON APARECIDO DIAS

VIVIANE COÊLHO DE SÉLLOS KNOERR

LUCIANE APARECIDA FILIPINI STOBE

Copyright © 2026 Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito

Todos os direitos reservados e protegidos. Nenhuma parte destes anais poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados sem prévia autorização dos editores.

Diretoria – CONPEDI
Presidente - Profa. Dra. Samyra Haydêe Dal Farra Naspolini - FMU – São Paulo
Diretor Executivo - Prof. Dr. Orides Mezzaroba - UFSC – Santa Catarina
Vice-presidente Norte - Prof. Dr. Jean Carlos Dias - Cesupa – Pará
Vice-presidente Centro-Oeste - Prof. Dr. José Querino Tavares Neto - UFG – Goiás
Vice-presidente Sul - Prof. Dr. Leonel Severo Rocha - Unisinos – Rio Grande do Sul
Vice-presidente Sudeste - Profa. Dra. Rosângela Lunardelli Cavallazzi - UFRJ/PUCRio – Rio de Janeiro
Vice-presidente Nordeste - Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa - UNICAP - Pernambuco

Representante Discente: Prof. Dr. Abner da Silva Jaques - UPM/UNIGRAN - Mato Grosso do Sul

Conselho Fiscal:
Prof. Dr. José Filomeno de Moraes Filho - UFMA - Maranhão
Prof. Dr. Caio Augusto Souza Lara - SKEMA/ESDHC/UFMG - Minas Gerais
Prof. Dr. Valter Moura do Carmo - UFERSA - Rio Grande do Norte
Prof. Dr. Fernando Passos – UNIARA - São Paulo
Prof. Dr. Edinilson Donisete Machado - UNIVEM/UENP - São Paulo
Secretarias
Relações Institucionais:
Prof. Dra. Claudia Maria Barbosa - PUCPR - Paraná
Prof. Dr. Heron José de Santana Gordilho - UFBA - Bahia
Profa. Dra. Daniela Marques de Moraes - UNB - Distrito Federal
Comunicação:
Prof. Dr. Robison Tramontina - UNOESC - Santa Catarina
Prof. Dr. Liton Lanes Pilau Sobrinho - UPF/Univali - Rio Grande do Sul
Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva - UFS - Sergipe
Relações Internacionais para o Continente Americano:
Prof. Dr. Jerônimo Siqueira Tybusch - UFSM - Rio Grande do sul
Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Ramos - UFMA - Maranhão
Prof. Dr. Felipe Chiarello de Souza Pinto - UPM – São Paulo
Relações Internacionais para os demais Continentes:
Profa. Dra. Gina Vidal Marcilio Pompeu - UNIFOR - Ceará
Profa. Dra. Sandra Regina Martini - UNIRITTER / UFRGS - Rio Grande do Sul
Profa. Dra. Maria Claudia da Silva Antunes de Souza - UNIVALI – Santa Catarina
Educação Jurídica
Profa. Dra. Viviane Coêlho de Séllos Knoerr - Unicuritiba - PR
Prof. Dr. Rubens Beçak - USP - SP
Profa. Dra. Livia Gaigher Bosio Campello – UFMS – MS
Eventos:
Prof. Dr. Yuri Nathan da Costa Lannes - FDF - São Paulo
Profa. Dra. Norma Sueli Padilha - UFSC - Santa Catarina
Prof. Dr. Juraci Mourão Lopes Filho - UNICHRISTUS - Ceará

Comissão Especial
Prof. Dr. João Marcelo de Lima Assafim - UFRJ - RJ
Profa. Dra. Maria Creusa De Araújo Borges - UFPB - PB
Prof. Dr. Antônio Carlos Diniz Murta - Fumec - MG
Prof. Dr. Rogério Borba - UNIFACVEST - SC

D597

Direito empresarial [Recurso eletrônico on-line] organização CONPEDI

Coordenadores: Jefferson Aparecido Dias; Viviane Coêlho de Séllos Knoerr; Luciane Aparecida Filipini Stobe – Florianópolis: CONPEDI, 2026.

Inclui bibliografia
ISBN: 978-65-5274-605-4
Modo de acesso: www.conpedi.org.br em publicações
Tema: Constituição, Processo e Justiça Social: o papel da jurisdição constitucional na efetivação de direitos

2. Direito. 3. Empresarial. 2. Direito civil. 3. Contemporâneo. IX Encontro Virtual do CONPEDI (2: 2026: Florianópolis, Brasil).

CDU: 34



Conselho Nacional de Pesquisa
e Pós-Graduação em Direito Florianópolis
Santa Catarina – Brasil
www.conpedi.org.br

IX ENCONTRO VIRTUAL DO CONPEDI

DIREITO EMPRESARIAL

Apresentação

Honrados, apresentamos os trabalhos defendidos durante o IX Encontro Virtual do CONPEDI, no âmbito do GT 63 - Direito Empresarial. Temas variados foram abordados, todos envolvendo os desafios da governança corporativa na contemporaneidade, os quais agora são apresentados ao leitor.

Raquel Xavier Vieira Braga, Luciano Rosa Vicente e Liziane Paixão Silva Oliveira analisaram a efetividade do sistema de prevenção do cyber trading, com o objetivo de verificar se há capacidade do poder judiciário de coibi-lo.

Rogério Mello, Arthur Guedes da Fonseca Mello e Fernando Antônio Nunes Ferreira fizeram uma análise do conflito normativo empresarial, visando os termos de nulidade de acordo privado, ante a vedação do reajuste infra anual.

Jaqueline de Oliveira Arruda, Jefferson Aparecido Dias e Giowana Parra Gimenes da Cunha, ao desenvolverem o estudo intitulado “Governança corporativa e compliance como limite ao fomento de torcidas organizadas (TO’s): uma análise do compliance desportivo e o caso da Sociedade Esportiva Palmeiras”, demonstraram formas de implementação da governança corporativa e do compliance e como os clubes de futebol, especialmente a Sociedade Esportiva Palmeiras, podem utilizar dessas ferramentas para aperfeiçoar as gestões junto as torcidas organizadas.

Carolina Reco dos Santos, Diego Cesar Santana e Luis Hilário Tobler Garcia desenvolveram o artigo nomeado “Governança jurídica da inteligência artificial nas organizações: o papel do

Carlos Alberto Martins Junior, no estudo “Patrimônio de afetação na incorporação imobiliária: incomunicabilidade patrimonial e incompatibilidade com a recuperação judicial do incorporador”, explorou as possibilidades de o patrimônio de afetação vinculado à incorporação imobiliária ser ou não alcançado pelos efeitos da recuperação judicial do incorporador.

Suelaine Pacheco Dantas de Alencar e Estevan Lo Ré Pousada desenvolveram uma análise sobre a “Gestão de riscos, desequilíbrio na execução contratual e o dever de renegociação: quando a vida real desafia o mundo ideal previsto no contrato empresarial”, com objetivo de compreender a função social e o equilíbrio contratual, diante dos desafios supervenientes impostos pela realidade durante a execução dos contratos empresariais.

Andressa Juliana Alexandre Pedrochi Alves Feitoza e Andryelle Vanessa realizaram duas análises. A primeira sendo da “Tutela da personalidade post mortem em plataformas digitais: instrumentos de efetivação para gestão da herança digital”, com foco na sucessão dos bens imateriais e híbridos, com a conclusão de que o trato dos bens digitais não pode ser encarada como mercadoria e sim como extensão da personalidade. O segundo estudo foi o “Compromisso de compra e venda e a função social do contrato: reflexos na tutela dos direitos da personalidade do consumidor”, no qual dialogaram com a natureza híbrida dos direitos do consumidor, compreendendo a relação entre o Código de Defesa do Consumidor e o Código Civil.

Tathyana Froes Diogo André e Leonardo da Silva Sant Anna, no artigo intitulado “A responsabilidade do sócio cedente na sociedade limitada: limites interpretativos dos arts. 1003, parágrafo único, e 1032 do Código Civil”, exploraram os limites da responsabilização social do sócio cedente.

Diego Roberto Pinheiro Ferreira, no ensaio “DIP Financing e marco legal das garantias:

Miriam da Costa Claudino, Alexandre Eli Alves e Ricardo Augusto Bonotto Barboza, na pesquisa nomeada “A evolução dos contratos de vesting nas Biostartups: uma análise da boa-fé contratual”, exploraram a necessidade normatização adequada, com foco na boa-fé contratual.

Rafael Lima Carvalho e Pedro Durão, no artigo “Ética empresarial, dever de informação e sigilo profissional: um estudo sobre o papel da empresa na proteção de direitos fundamentais”, pesquisaram sobre a prevenção e compromisso ético das empresas para além das sanções judiciais eventualmente impostas por atos reprováveis.

Laura Gripp Rosas e Elcio Nacur Rezende, no estudo “O compliance contaminado: polarização política, governança e a crise da agenda anticorrupção empresarial”, analisaram como os programas de compliance devem estar acima da polarização política de que os gestores e/ou donos possam estar contaminados.

Tânia Zuily Cabral Vitamatos e Daniel Alves Aragão de Seixas, com o ensaio “A arquitetura jurídica dos empreendimentos de solidariedade e o art. 170: governança participativa, função social da empresa e tensões regulatórias no espaço urbano de São Paulo”, buscaram compreender que a arquitetura brasileira não é limitada apenas na busca do lucro, incluindo a função social das empresas como mais um polo norteador.

Matheus Victor Soligueti Bezerra e Rafael Mercadante Junior, no estudo “Responsabilidade por omissão dolosa nas declarações e garantias dos contratos de aquisição societária: limites e implicações da cláusula de Sandbagging”, buscaram entender até que ponto o vendedor pode ser responsabilizado pela omissão, mesmo com aplicação do due diligence por parte do comprador.

Ana Clara Vasques Gimenez, Matheus Arcoleze Marelli e Elaine Cristina Vieira Brandão, no

Daniel Bushatsky e Marcio Rodrigues, na pesquisa “Da segurança digital à segurança jurídica: custódia de dados, LGPD e prova digital em pequenos e médios e-commerces”, analisaram a possibilidade de proteção dos pequenos e médios empreendedores ante a capacidade probatória durante a fase de instrução.

Carla Izolda Fiuza Costa Marshall, Guilherme Fabbriziani Borges e Matheus Marques de Albuquerque, no estudo intitulado “Análise econômica do direito, consequencialismo jurídico e impactos sobre os stakeholders: reflexões sobre o devedor contumaz”, discutiram os impactos jurídicos e econômicos decorrentes da atuação do devedor contumaz, buscando compreender a extensão de seus efeitos sobre as empresas em situação de crise e sobre os demais stakeholders envolvidos.

Davi Niemann Ottoni, Matheus Oliveira Maia e Claudiomar Vieira Cardoso, no estudo “Modernidade tecnológica, inteligência artificial e direitos fundamentais: desafios jurídicos do desenvolvimento social na sociedade digital”, debruçaram-se sobre a tendência absoluta do mercado com a utilização das inteligências artificiais, entendendo que a I.A. é uma ferramenta que deve ser operada com supervisão humana.

Gabriel Magalhães Comegno, no ensaio “Direitos essenciais dos acionistas e a possibilidade de suspensão de seu exercício”, explorou os limites de suspensão dos poderes dos acionistas, ante o conceito de essencialidade.

Letícia Rosim, Fernando Passos e Fernando Henrique Rugno da Silva, na pesquisa intitulada “Turnaround empresarial, governança e gestão de conflitos na reestruturação de empresas em crise financeira”, exploraram a aproximação do meio jurídico com o turnaround administrativo.

Álvaro dos Santos Maciel e Saulo Bichara Mendonça, no estudo do “Compliance na pequena empresa: entre o cosmético e o efetivo”, estudaram a possibilidade da implementação do

Prof.ª Dra. Luciane Aparecida Filipini Stobe (UNOCHAPECO)

Prof. Dr. Jefferson Aparecido Dias (UNIMAR)

ANÁLISE ECONÔMICA DAS CLÁUSULAS DE MATERIAL ADVERSE CHANGE EM CONTRATOS DE FUSÃO E AQUISIÇÃO

ECONOMIC ANALYSIS OF MATERIAL ADVERSE CHANGE CLAUSES IN MERGER AND ACQUISITION CONTRACTS

Rebeca Sales Baptista de Melo [1]
João Glicério de Oliveira Filho [2]

Resumo

Utilizando o método bibliográfico, este artigo se propõe a analisar as cláusulas Material Adverse Change sob a perspectiva da análise econômica do direito, eficiência econômica e impactos nos custos de transação. A partir da análise dos conceitos de análise econômica de direito, procura-se entender como a utilização das referidas cláusulas pode ser mais vantajosa em relação à aplicação do regime geral da teoria da imprevisão, previsto no Código Civil, nos contratos de fusões e aquisições, que são contratos de grande relevância para o desenvolvimento econômico, mas também dotados de complexidade jurídica e econômica. Pela pesquisa realizada, foi identificado que a aplicação da teoria da imprevisão pode gerar maior insegurança jurídica e, consequentemente, aumentar os custos de transação. As cláusulas Material Adverse Change surgem como mecanismo relevante para a prévia alocação de riscos e redução dos custos incorridos pelas partes, permitindo a criação de um ambiente de maior incentivo à realização de operações dessa natureza.

Palavras-chave: Análise econômica do direito, Fusões e aquisições, Revisão, Cláusula material adverse change

Abstract/Resumen/Résumé

Using the bibliographic method, this article aims to analyze Material Adverse Change clauses from the perspective of law and economics, economic efficiency, and their impacts on transaction costs. Drawing upon law and economics concepts, this study seeks to understand how the use of such clauses may prove more advantageous compared to the application of the general regime of the unpredictability doctrine (teoria da imprevisão), as provided for in

risks and reduction of costs incurred by the parties, enabling the creation of an environment that provides greater incentive for conducting transactions of this nature.

Keywords/Palabras-claves/Mots-clés: Economic analysis of law, Mergers and acquisitions, Contract revision, Material adverse change clause

1 INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho é analisar, sob o viés da análise econômica do direito, as chamadas cláusulas MAC, frequentemente encontradas no contexto de contratos de operações de fusões e aquisições. As operações materializadas por tais contratos são relevantes ferramentas para a estratégia comercial das empresas e podem servir para diversos fins, com o objetivo final de geração de valor para o negócio e aumento da lucratividade.

Exceto em raros casos, esses contratos têm por natureza a execução diferida, existindo um intervalo de tempo entre o momento de sua assinatura e o de efetiva produção dos efeitos da operação. É comum que o intervalo seja relevante, levando até meses, expondo o negócio aos riscos de interferência dos fatores externos que produzam efeitos de grande relevância para as partes, impactando até mesmo seu interesse na manutenção do negócio na forma como originalmente acordado.

Ganha relevância, portanto, o estudo das ferramentas contratuais que podem e devem ser utilizadas pelas partes para disciplinar as consequências e possíveis medidas a serem adotadas no caso de as condições contratuais serem afetadas de forma significativa por eventos posteriores à sua pactuação. Assim, propõe-se fazer um estudo dos institutos aplicáveis aos contratos de fusões e aquisições em caso de ocorrência de eventos que impactem de forma relevante as condições pactuadas, especialmente a cláusula MAC. O viés da análise econômica do direito objetiva analisar a racionalidade dessas cláusulas sob a ótica de obtenção de eficiência e impactos em relação aos custos de transação.

Inicialmente será traçado um panorama geral dos fundamentos da análise econômica do direito e à sua aplicação ao direito contratual, especialmente contratos empresariais. Após isso, é estudado o instituto da teoria da imprevisão, aplicável aos contratos de fusão e aquisição no caso de ocorrência de eventos imprevisíveis, quando não for estipulada cláusula MAC, e os seus efeitos econômicos. Por fim, se analisará as cláusulas MAC, suas características e funções, do ponto de vista jurídico e econômico.

Utilizando o método bibliográfico, esta pesquisa se desenvolveu com base em revisão de literatura, valendo-se de artigos científicos, revistas, periódicos, leis e outras normas do ordenamento jurídico brasileiro.

2 ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO E CONTRATOS EMPRESARIAIS

Para a realização de análise econômica das cláusulas MAC, é necessário primeiro compreender os fundamentos teóricos que embasam a análise econômica do direito e a sua aplicação ao campo contratual empresarial.

2.1 VISÃO GERAL DOS FUNDAMENTOS DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO

A análise econômica do direito é metodologia que busca conferir um viés econômico ao direito (BOSCHI, 2015). Aplicando conceitos utilizados na ciência econômica, a análise econômica do direito intenta verificar como são estruturados e formados os institutos jurídicos, assim como os impactos e consequências econômicas e sociais da sua aplicação (PIMENTA; LANA, 2010). Por esse viés, os institutos jurídicos passam a ser vistos como variáveis do sistema econômico, interferindo diretamente nele (PORTO; GAROUPA, 2022).

Apesar de estudos econômicos que tangenciam o mundo jurídico e a relação de seus institutos com a economia já existirem há mais tempo (encontrando bases para seus conceitos em clássicos da teoria econômica, como Adam Smith), é no século XX que a análise econômica do direito como tal é criada (PIMENTA; LANA, 2010). Diversos autores contribuíram para o desenvolvimento da matéria, especialmente economistas das Universidades de Chicago e Yale (BOSCHI, 2015), tendo como grandes marcos a publicação das obras de Ronald Coase, Guido Calabresi e Richard Posner.

A partir das obras desses autores, foram criados os conceitos basilares que orientam os estudos relacionados à análise econômica do direito. O primeiro conceito de relevância para o entendimento da matéria e da temática aqui tratada é o de eficiência, já que se objetiva avaliar quais escolhas relativas ao ordenamento jurídico são mais ou menos eficientes para a alocação dos recursos (BOSCHI, 2015). Eficiência aqui entende-se como a otimização de uma medida de valor, que é o bem-estar social (PORTO; GAROUPA, 2022).

Outro conceito relevante é o de racionalidade limitada. Embora os estudos econômicos originalmente partissem da premissa teórica de que os indivíduos agem com racionalidade ilimitada, agindo de forma a atingir a maior eficiência (PORTO; GAROUPA, 2022), depois foi reconhecido que não é isso que ocorre na prática. Na realidade, os indivíduos têm a

racionalidade limitada, pois possuem limitações cognitivas, de forma que nem sempre optarão pela escolha ótima, ou seja, aquela que traria máxima eficiência, sendo mais comumente guiados pela escolha satisfatória ou suficiente (ALMEIDA, 2024).

É isso que irá gerar custos de transação, o terceiro conceito relevante para este trabalho. Como os indivíduos possuem racionalidade limitada, adquirir as informações necessárias para a tomada de decisões gera custos, chamados custos de transação. A obtenção de todas as informações necessárias para a tomada da decisão mais eficiente tende a gerar custos muito altos e que inviabilizam tal coleta, impactando na eficiência possível de ser atingida (CAMINHA; LIMA, 2014).

Tradicionalmente, eram reconhecidos como custos de transação apenas os custos de produção e os custos de transporte (ALMEIDA, 2023). Contudo, Coase demonstra que também integram os custos de transação aqueles custos necessários para a celebração dos contratos (BOSCHI, 2015), que são necessários para que os agentes econômicos promovam a circulação de mercadorias e serviços (COASE, 1960). Englobam, então, os custos para obtenção de informações de mercado, para identificação e captação de potenciais clientes, bem como da negociação e elaboração do instrumento contratual em si, e sua posterior fiscalização.

A existência ou não de custos de transação não depende do tipo de acordo que será celebrado. Eles derivam da própria conduta das partes, que agem com racionalidade limitada e até mesmo de formas oportunistas. Também são fruto da instabilidade do próprio meio social em que se inserem, já que, uma vez que um contrato se prolongue no tempo, está sujeito a ser afetado pelos efeitos das mudanças sociais e econômicas (CAMINHA; LIMA, 2014).

Se os custos de transação não existissem, as partes envolvidas em uma determinada transação sempre poderiam realizar a melhor alocação de recursos, gerando máxima eficiência e, consequentemente, máximo bem-estar (COASE, 1960). No entanto, não é isso que ocorre na prática, já que existem custos de transação que levam à adoção de soluções econômicas que não são mais eficientes, gerando a necessidade de intervenção do Estado, através do ordenamento jurídico, para redução dos custos de transação.

São os contratos que permitem a existência de trocas no mercado (FORGIONI, 2023), constituindo base para o seu funcionamento. Do mesmo modo, a própria empresa pode ser compreendida como um nexo de relações contratuais, de forma que os problemas relacionados ao contrato são de relevância para uma análise econômica do mercado. Diante disso, e após a superação das teorias econômicas neoclássicas, a análise econômica do direito passa a encarar

os custos de transação como aspecto fundamental da análise, já que estão presentes em todas as relações entre os agentes econômicos (CAMINHA; LIMA, 2014).

2.2 APLICAÇÃO NOS CONTRATOS EMPRESARIAIS

As relações contratuais são fundamentais para a própria existência do mercado, pois é por meio delas que os agentes econômicos realizarão as trocas necessárias ao desenvolvimento da atividade empresarial e econômica. Quanto maior o número de trocas, potencialmente haverá impacto econômico positivo no local em que os agentes estão inseridos, pois permite que haja maior fabricação e comercialização de produtos, execução de serviços e, consequentemente, geração de empregos e aumento no recolhimento de tributos (PIMENTA; LANA, 2010).

Nesse contexto se vê a relevância de estudo da aplicação do viés da análise econômica do direito ao estudo dos institutos jurídico-contratuais, já que os contratos são instrumentos de concretização das relações comerciais que formam o mercado (FORGIONI, 2023) e vão delimitar os riscos da atividade econômica. Assim, o seu adequado cumprimento é essencial para o desenvolvimento econômico (PIMENTA; LANA, 2010).

Para a realização de trocas comerciais, as partes necessariamente incorrerão em custos de transação. Em verdade, a própria existência das empresas se justifica em razão da existência de custos de transação: elas existem para minimizar os custos de transação, já que ao invés de incorrerem nos custos de transação enquanto indivíduos, os agentes criam empresas para que elas que assumam tais custos, criando uma estrutura capaz de suportá-los. Se não fossem tais custos, não haveria justificativa econômica para a existência de empresas (ALMEIDA, 2023).

Os contratos, então, permitirão que as partes estabeleçam os respectivos direitos e deveres, de forma a alcançar a maximização do valor da produção (distribuição eficiente de responsabilidades). Para que os contratos atinjam a função de permitir a troca comercial eficiente, gerando efeitos econômicos positivos, é necessário que as partes estabeleçam normas que objetivem (e sejam interpretadas nesse sentido) a melhoria da situação de todas as partes (ALMEIDA, 2024).

O estabelecimento de tais relações e o posterior acompanhamento e fiscalização gerará custos de transação. Isso se justifica, inclusive, pela existência de assimetria informacional entre as partes. Ou seja, cada parte possui nível diferente de conhecimento acerca dos interesses

objeto da transação, e a parte que tem menos informação incorrerá em custos para obtenção do conhecimento detido pela outra parte (BOSCHI, 2015).

Os custos de transação poderão ser classificados como *ex ante* ou *ex post*. São *ex ante* todos aqueles incorridos previamente ao início da execução do contrato. Englobarão custos de captação de clientela, negociação das condições de execução do contrato e pactuação das condições de proteção das partes em caso de ocorrência de eventos que gerem uma quebra do cenário esperado e do quanto pactuado.

Por outro lado, os custos *ex post* representam aqueles necessários para a fiscalização da adequada execução do contrato, bem como os de remediação de eventual irregularidade ocorrida ao longo de sua execução (seja por meio de renegociação ou adoção de medidas corretivas diretamente pela parte prejudicada) (ALMEIDA, 2023), ou que serão arcados por uma das partes pelo sancionamento ou reparação de danos causados.

Considerando essa classificação, vê-se que é possível que a parte opte pelo momento em que serão incorridos os custos e, consequentemente, como será distribuída no tempo a alocação dos recursos. Se a opção for por promover o maior detalhamento possível das condições de execução contratual antes do seu efetivo início, isso demandará que a maior parte dos custos seja alocada *ex ante*, já que a negociação de contratos robustos e com direitos e obrigações cuidadosamente detalhados implica não só em mais tempo para elaboração da redação, como também para negociação, gerando a necessidade de consumo de mais horas dos recursos necessários para tanto (como advogados e empregados de cada uma das partes).

Quando não há intenção de se ter um grande detalhamento prévio, mas sim deixar determinadas questões para definição futura, o risco e o custo estão sendo alocados *ex post*. Aqui há um desafio maior para mensuração precisa dos custos que poderão ser incorridos no futuro, já que isso dependerá da própria execução do contrato e dos acontecimentos ou intercorrências que concretamente ocorram, bem como suas repercussões.

Tendo como objetivo uma alocação mais eficiente de recursos, o racional mais eficiente tende a ser a alocação de custos *ex post* para contratos de menor complexidade, que representem menor potencial de geração de custos relevantes durante a sua execução, já que não haverá tanta exposição das partes. Já quando se trata de contratos de grande complexidade, ou que expõem as partes a risco de grande probabilidade de concretização e que gerará custos elevados, a opção mais eficiente tende a ser de alocação dos custos de transação *ex ante*, para que se tenha um maior detalhamento das condições que são esperadas daquela relação.

O momento de alocação de custos guarda estrita relação com os riscos aos quais as partes estarão expostas (BOSCHI, 2015), já que risco também representa aumento de custo. Em qualquer dos casos, ganha relevância o estabelecimento de mecanismos contratuais para alocação de custos e riscos. A diferença, a depender do caso e da natureza da contratação, será não só o momento em que os custos serão alocados, como também a complexidade e detalhamento desses mecanismos.

Esses mecanismos servirão, também, como incentivos para que as partes cumpram adequadamente o contrato. Em virtude da racionalidade limitada, as partes tendem a ter comportamentos oportunistas, visando apenas o aumento do seu próprio bem-estar, e não da relação contratual como um todo (CAMINHA; LIMA, 2014), o que é ineficiente do ponto de vista da análise econômica do direito. Assim, tais mecanismos assumirão uma função pedagógica, que é própria dos contratos (PIMENTA; LANA, 2010).

Um dos mecanismos mais relevantes advém do próprio ordenamento jurídico, que é a obrigação de compensar eventuais danos causados à outra parte em virtude do inadequado cumprimento do contrato. Além de incentivar a parte a cumprir adequadamente o contrato para não arcar com custos de compensação, também promove eficiência na medida em que, caso o contrato não seja cumprido, há a reparação do dano, impedindo que uma parte obtenha melhoria da situação em detrimento da situação da outra (ALMEIDA, 2024).

Também é de grande utilidade a ferramenta das cláusulas penais. Por meio delas, as partes estipulam os sancionamentos a que estarão sujeitas em caso de descumprimento do pactuado. A sua existência gera redução dos custos de transação, notadamente aqueles *ex post*, já que as partes já sabem as consequências que serão aplicadas, reduzindo, inclusive, o volume de judicialização e, consequentemente, aumentando a segurança jurídica (ALMEIDA, 2024).

O incentivo também pode ser feito como forma de premiação, ao invés de sancionamento. É o caso, por exemplo, de cláusulas que preveem o pagamento de royalties, divisão de lucros ou concessão de descontos em caso de atingimento de determinados marcos ou objetivos (ALMEIDA, 2023).

2.3 A QUESTÃO DOS CONTRATOS INCOMPLETOS

De uma perspectiva econômica, todos os contratos são incompletos, ou seja, possuem lacunas em determinadas matérias, já que não é possível para as partes prever todos os fatores, especialmente externos, que podem impactar na relação. Isso se justifica pela racionalidade limitada e pelos custos de transação, já que a obtenção de todas as informações necessárias para viabilizar a celebração de um contrato completo elevariam demais os custos, tornando a operação não apenas ineficiente economicamente, como até inviável (ALMEIDA, 2023).

Tendo em vista essa circunstância, houve superação do paradigma anterior de que um contrato seria mais seguro tanto quanto mais robustas e detalhadas fossem suas cláusulas, o que trazia uma impressão de completude e, consequentemente, segurança jurídica. Atualmente, e pela contribuição dos estudos de análise econômica do direito, se sabe que pode haver vantagem, do ponto de vista da eficiência, nos contratos incompletos (BOSCHI, 2015).

Vale pontuar que o regime de incompletude contratual é aplicável àquelas relações que sejam de longa duração, ou, ao menos, que tenham a sua execução ou determinadas prestações diferidas no tempo. É durante esse período que poderão ocorrer eventos que não foram regulados de forma expressa no contrato, o que não existe em contratos de execução imediata (CAMINHA; LIMA, 2014). Nos contratos de fusão e aquisição, a teoria pode ser aplicável já que há um intervalo de tempo entre o *signing* e o *closing*.

A incompletude de um contrato pode ser tanto deliberada quanto súbita. Se reputa como deliberada quando as partes têm a intenção de deixar determinada lacuna nas disposições contratuais, para posterior negociação apenas no caso de concretização de determinadas circunstâncias. Já a incompletude súbita ocorre quando a lacuna não é intencionada pelas partes, mas sim decorrente das próprias limitações dos agentes, demandando o preenchimento por meio da integração com o ordenamento jurídico (CAMINHA; LIMA, 2014).

É possível que a incompletude deliberada seja vantajosa da perspectiva econômica, pois evita que as partes prolonguem as negociações e incorram em custos prévios de transação em virtude de situações que sequer se sabe se poderão ou não de fato ocorrer. Deixa-se, portanto, para dispender recursos na negociação da disciplina aplicável ao caso apenas se o evento for verificado. Se o risco de concretização for baixo, a chance maior é de que os custos sequer tenham que ser incorridos, garantindo economia de recursos para os agentes.

A incompletude deliberada, no entanto, demanda maior postura colaborativa entre os agentes. O intuito aqui não é que, no caso de ocorrência de um evento, o contrato seja submetido à apreciação do Estado, por intermédio do Poder Judiciário, para definição do regime aplicável.

Para garantir que se atinja o objetivo de maximizar a eficiência, o que deve ocorrer é nova negociação das partes para determinação da disciplina específica aplicável.

Por outro lado, a incompletude súbita, embora existente em quase todos os contratos, não necessariamente é melhor do ponto de vista da eficiência. Como ela não foi intencionada pelas partes, aqui sim costuma-se haver a necessidade de acionamento do Judiciário para definição da disciplina aplicável, que tende a não ser tão eficiente quanto a negociação entre as partes, já que será uma decisão tomada por terceiro alheio à relação comercial existente, que não necessariamente está imbuído do mesmo racional econômico adotado pelas partes para embasar a transação, e costumeiramente chega a decisões que não representam a melhor alternativa para atingimento da finalidade da operação (ALMEIDA, 2024).

Não se pode olvidar, no entanto, que ainda que a incompletude seja deliberada, ela inevitavelmente exporá as partes a maiores riscos (BOSCHI, 2015). Na ocorrência do evento que esbarra na incompletude deliberada, podem não haver incentivos suficientes para que as partes sentem à mesa e negociem as condições aplicáveis. Além disso, instalada eventual situação de crise, com potenciais repercussões na qualidade da relação existente entre as partes, pode ser mais difícil que elas apresentem a postura colaborativa necessária, inclusive considerando a tendência dos agentes a comportamentos oportunistas.

Em contratos de fusões e aquisições, considerando o alto risco envolvido, tende a não fazer sentido, da perspectiva da eficiência econômica, a opção por um contrato com incompletude deliberada, alocando os custos de transação *ex post*. Por esse motivo, surgem cláusulas que visam disciplinar as consequências no caso de ocorrência de determinados eventos que alteram as condições em que o negócio foi firmado.

3 TEORIA DA IMPREVISÃO E CONTRATOS EMPRESARIAIS

Antes de adentrar especificamente na análise das cláusulas MAC, cabe fazer análise a respeito da disciplina de revisão dos contratos a partir da teoria da imprevisão, que é o regime que será aplicável em caso de silêncio das partes.

3.1 FINALIDADE E HIPÓTESES DE APLICAÇÃO

Quando as partes pactuam um negócio jurídico, o fazem levando em consideração as circunstâncias existentes no momento da sua celebração. Anteriormente, os negócios jurídicos eram encarados como integralmente vinculantes às partes, de forma irrevogável (exceto nas condições previstas no contrato para sua revogação), prevalecendo o princípio da *pacta sunt servanda* (MATTOS, 2020).

No entanto, se um contrato não é de execução imediata, mas sim se prolonga no tempo ou tem a sua execução diferida, é natural que alterações nas circunstâncias gerem impactos e desequilíbrio em relação ao quanto pactuado, demandando revisão das disposições firmadas.

Para tratar da disciplina jurídica aplicável em caso de verificação dessas circunstâncias, foi desenvolvida a teoria da imprevisão. Ela prevê a possibilidade de relativização da força vinculante dos contratos para permitir que, verificadas determinadas condições, as condições pactuadas sejam alteradas ou, até mesmo, o negócio seja desfeito (CAMINHA; LIMA, 2014), de forma a garantir a manutenção do equilíbrio da relação. Considerando a premissa de que todo contrato é necessariamente incompleto, é ela que será aplicável no caso de alteração das circunstâncias em um contrato dotado de incompletude súbita.

A concretização dessa teoria foi reconhecida na chamada cláusula *rebus sic stantibus*, que é reputada como existente em todos os negócios jurídicos, ainda que não expressamente prevista no instrumento contratual (GAGLIANO; PAMPLONA FILHO, 2006). Isso porque ela foi reconhecida pelo ordenamento jurídico brasileiro e positivada nos artigos 317 e 478 do Código Civil de 2002, sendo, aplicáveis como regra a todas as relações contratuais.

Há exigência de ocorrência de fatos extraordinários e imprevisíveis, que gerem onerosidade excessiva da prestação para uma das partes. Da análise dos dispositivos legais, concluímos que são dois os requisitos para aplicação da teoria da imprevisão aos contratos: (i) ocorrência de evento extraordinário e imprevisível; e (ii) onerosidade excessiva da prestação.

Em relação ao primeiro requisito, a exigência de evento extraordinário significa que ele não deve integrar a álea ordinária, ou seja, os riscos inerentes ao próprio negócio jurídico (CAVALCANTE, 2024). Devem ser riscos que não são naturais do próprio negócio, ou que estejam naturalmente alocados à parte afetada. Embora haja crítica de parte da doutrina em relação a esse critério (AZEVEDO, 2019), ele está previsto e positivado no Código Civil.

Já em relação à imprevisibilidade, é pacificado o entendimento no sentido de que abrange não apenas eventos que não podiam ser previstos pelas partes no momento de

celebração do contrato, como também eventos que, embora pudessem ser previstos, a magnitude de suas consequências não era possível de ser prevista (CAVALCANTE, 2024).

Há divergência doutrinária a respeito de se os requisitos de imprevisibilidade e onerosidade excessiva são ou não cumulativos (LUZ; ANDRADE; LAZAROTO, 2024), mas o entendimento majoritário, ao qual nos filiamos, é de que há de fato necessidade de cumprimento dos dois requisitos (CAVALCANTE, 2024). Esse entendimento acerca da cumulatividade é o mesmo adotado no ordenamento jurídico português quando se fala do regime de alteração das circunstâncias (ALMEIDA, 2024).

Uma vez identificada a configuração dos requisitos de aplicação, a hipótese será ou de revisão e readequação das prestações (conforme disposto no artigo 317 do Código Civil), ou rescisão da relação contratual (com base nos artigos 478 e seguintes), que deverão ser reconhecidos pelo juízo, conforme o caso. Tendo em vista o princípio da preservação dos contratos, sempre que possível, deve se priorizar a readequação das prestações, e não a resolução do contrato (CAVALCANTE, 2024).

3.2 ALTERAÇÃO DO PARADIGMA NOS CONTRATOS EMPRESARIAIS

De acordo com os artigos 317 e 478 do Código Civil, ocorrendo uma circunstância que altere as condições sobre as quais o negócio foi pactuado e que gere um desequilíbrio das prestações, a relação será submetida à apreciação do juiz, que determinará a alteração das condições pactuadas ou resolução do contrato, conforme o caso.

Contudo, o próprio conceito de imprevisão é dotado de grande subjetividade, e o juiz não tem como conhecer as práticas de mercado de todos os setores, até mesmo por não ser agente econômico, além de não ter participado, como as partes, da formação de vontade que levou à celebração de determinado negócio. É mais difícil, portanto, que seja capaz de compreender adequadamente as nuances atinentes àquele determinado negócio e, com base nisso, estipular as condições mais eficientes (CAVALCANTE, 2024).

Não apenas a decisão pelo juiz tem maior potencial de representar escolha menos eficiente, como também gera maior insegurança jurídica para os agentes econômicos, desestimulando a realização de trocas comerciais, especialmente aquelas dotadas de grande complexidade e sujeitas a altos riscos. Se na ocorrência de fatos imprevisíveis se privilegiará a

adoção de solução proposta por terceiro estranho à relação, e não a vontade das partes que integram o negócio, não há segurança de que o objetivo almejado pelas partes ao celebrar o contrato será efetivamente alcançado, seguindo o racional por elas originalmente desejado.

Diante disso, foi necessária a alteração do paradigma, para dotar de mais relevo a autonomia da vontade das partes, relativizando a própria relativização da força cogente do contrato que é feita pela aplicação da teoria da imprevisão. Aqui, mais uma vez, se vê a relevância de adoção de postura colaborativa entre as partes de forma a chegar a um novo acordo sobre as prestações devidas, evitando, inclusive, eventual judicialização da relação, que traria menos eficiência e segurança jurídica.

Não se pode retirar de todo o valor da intervenção estatal para recomposição do equilíbrio da relação contratual, até mesmo porque é o Estado que tem poder para assegurar o exercício da liberdade de contratar e internaliza eventuais efeitos negativos do mercado, criando mecanismos para diminuição nos custos de transação. Essa atuação é ainda mais relevante quando uma das partes do contrato é hipossuficiente em relação à outra, sendo necessária a atuação estatal para equalização da relação.

Esse não é o caso dos contratos empresariais. A Lei nº 13.874/2019 (conhecida como Lei de Liberdade Econômica) incluiu o artigo 421-A ao Código Civil, prevendo que os contratos civis e empresariais são dotados de presunção de paridade e simetria. O inciso III do mesmo artigo determina expressamente que a revisão contratual só deverá ocorrer de maneira excepcional e limitada. Ainda, o seu artigo 3º, VIII, garante que os negócios jurídicos empresariais paritários serão objeto de livre estipulação das partes pactuantes, aplicando-se, via de regra, as normas de direito empresarial apenas de maneira subsidiária ao avençado.

Nesse tipo de relação, têm mais relevância os valores de liberdade contratual e força obrigatória dos contratos (MATTOS, 2020). A revisão judicial apenas deve ocorrer quando for mais benéfica economicamente para todas as partes do contrato. É necessário, ainda, que na ocorrência de eventos imprevisíveis e que gerem onerosidade excessiva a uma das partes, seja levado em conta as peculiaridades e racionais próprios do contrato de natureza empresarial, que incluem a sujeição a regras de mercado e a natural tendência à maior incorporação de riscos (CAVALCANTE, 2024).

Mesmo que se esbarre em uma situação de incompletude do contrato, sendo ela intencional pelas partes, a solução, como regra, não deve ser a aplicação da teoria da imprevisão,

mas sim a composição entre as partes para definição da solução para o caso (CAMINHA; LIMA, 2014).

Ainda, em contratos de natureza empresarial é comum a estipulação de cláusulas que visam disciplinar as condições para revisão ou resolução da relação contratual. O Enunciado nº 23 da I Jornada de Direito Comercial do Conselho da Justiça Federal dispõe que, em contratos empresariais, as partes têm o direito de estabelecer os parâmetros objetivos que devem ser aplicados na interpretação dos requisitos de revisão e/ou resolução.

Portanto, tal acordo deve ser respeitado pelo Judiciário caso o contrato seja levado à sua apreciação (exceto em caso de violação a normas de ordem pública ou não haja efetiva paridade e simetria) (CAVALCANTE, 2024), garantindo o respeito à autonomia da vontade das partes.

4 CLÁUSULAS MAC E EFICIÊNCIA CONTRATUAL

Um dos mecanismos utilizados em contratos de fusões e aquisições para regular as consequências em caso de ocorrência de eventos imprevisíveis e que geram onerosidade excessiva é a chamada cláusula *Material Adverse Change* (mudança material adversa) ou *Material Adverse Effect* (efeito material adverso), também conhecidas como cláusula MAC ou MAE (neste trabalho, utilizaremos a terminologia cláusula MAC).

4.1 ORIGEM E DESENVOLVIMENTO

Nos contratos de fusão e aquisição, a concretização da operação não necessariamente ocorre no momento de assinatura do contrato. Comumente, são estipuladas condições que devem ser cumpridas pelo comprador (condições precedentes) para que ocorra o fechamento do negócio e produção dos efeitos da operação (como a transferência da titularidade das ações) (GOMES, 2020). O momento de assinatura do contrato é conhecido com *signing*, e o momento de fechamento da operação é chamado de *closing*.

É possível que decorra um tempo considerável entre o *signing* e o *closing*, período no qual pode ocorrer evento que gere efeitos na transação, desequilibrando as prestações pactuadas

(BOTREL, 2017). As cláusulas MAC surgem como mecanismo para disciplinar as condições aplicáveis nessas situações.

A construção dessas cláusulas tem origem nos países de *common law*, especialmente nos Estados Unidos. Eram inicialmente previstas no *Securities Exchange Act* de 1934, por meio do qual as companhias abertas sujeitas à legislação estadunidense passaram a ser obrigadas a reportar periodicamente às bolsas de valores informações sobre sua saúde financeira, bem como sobre eventual ocorrência de eventos que lhes causassem efeitos materiais adversos (SILVA, 2022), embora não apresentasse definição sobre esse conceito.

Até a década de 1980, não havia registros relevantes acerca da utilização das cláusulas MAC no âmbito de operações de fusões e aquisições, apesar de advogados com prática na área já as utilizarem amplamente. Após diversas crises ocorridas a partir da referida década, que geraram efeitos nas relações estabelecidas entre particulares, inclusive no âmbito de fusões e aquisições, passou-se a ter maior número de ações judiciais discutindo acerca da aplicação dessas cláusulas (COSTA, 2021).

As cláusulas MAC surgem como uma alternativa à aplicação da *frustration doctrine*, estabelecendo quais eram os efeitos desejados pelas partes no caso de ocorrência de eventos como os aqui discutidos (COSTA, 2021). Ao invés de se deixar a decisão dos efeitos aplicáveis a cargo do Judiciário, as partes assumem a condução da questão, já trazendo disciplina prévia, deixando clara a alocação de riscos desejada por elas.

No Brasil, embora as cláusulas MAC não sejam expressamente previstas no ordenamento jurídico brasileiro, são amplamente adotadas na prática de fusões e aquisições. Também não há aqui jurisprudência relevante acerca das cláusulas MAC. Uma possível justificativa para isso é que os contratos de fusões e aquisições costumam disciplinar aspectos comerciais de relevância estratégica para as partes, e não há interesse para que as suas condições sejam divulgadas, inclusive considerando potenciais repercussões reputacionais. Assim, é comum que possuam cláusulas compromissórias, e eventuais litígios são resolvidos por câmaras arbitrais, onde há a garantia de sigilo (MARTINS COSTA, 2021).

Esse cenário ressalta a importância de estipulação prévia da disciplina desejada pelas partes na ocorrência de um evento material adverso, pela imprevisibilidade da solução que será adotada pelo terceiro julgador. Sendo o contrato de uma operação de fusão e aquisição um contrato empresarial, as partes possuem maior liberdade para estipular as condições que

desejam que sejam aplicadas ao negócio jurídico, prerrogativa essa que deve ser utilizada com vistas a reduzir os custos de transação e aumentar a eficiência econômica da operação.

4.2 CLÁUSULAS GENÉRICAS E ESPECÍFICAS

Como não há uma definição legal, inclusive no sistema jurídico estadunidense, acerca do que configura um efeito material adverso, a conceituação e enquadramento ocorre caso a caso, sendo determinante a jurisprudência dos tribunais. De forma geral, nos tribunais estadunidenses são reconhecidos dois pontos fundamentais: (i) ocorrência de uma alteração que ponha em risco a totalidade do negócio da empresa adquirida; e (ii) que os eventos tenham duração a longo prazo, ou que os seus efeitos tenham repercussões a longo prazo (SÁ, 2020).

No caso de definição pela intervenção estatal, não necessariamente serão adequadamente ponderadas as condições que formam a racionalidade do negócio e podem impactar na interpretação sobre a ocorrência ou não de um evento material adverso. O estabelecimento do requisito de que os eventos ou seus efeitos tenham longa duração, por exemplo, não faz sentido quando se fala de adquirentes cujo interesse é de natureza especulativa, almejando retornos de curto prazo (SÁ, 2020).

Assim, é recomendável que as partes insiram cláusula específica para disciplinar os efeitos desejados na hipótese de ocorrência de um evento material adverso, mas também que seja definido o que será ou não considerado evento material adverso no contexto daquela operação, garantindo sua aplicação de forma correta, nos contextos desejados pelas partes.

Em relação à definição do conceito de evento material adverso, as cláusulas MAC podem ser genéricas ou específicas. Será genérica quando trouxer conceito aberto a respeito do que configura evento material adverso, enquanto a cláusula específica traz definição detalhada sobre as situações que configuram evento material adverso (COSTA, 2021).

Quando a redação da cláusula principal é feita de forma mais genérica, uma maior definição também pode ser feita pela utilização dos chamados *carve-outs*, ou exclusões, que são hipóteses que as partes acordam que não configurarão evento material adverso para fins daquela operação (CÂMARA; BASTOS, 2011), mesmo que pudesse se encaixar em algum outro conceito de imprevisibilidade (como força maior, por exemplo).

Embora a cláusula mais genérica deixe uma margem de interpretação, amplia o espectro de hipóteses em que ele poderá invocar a aplicação da cláusula para repactuação das condições do negócio ou até mesmo a sua resolução. Então, ainda que haja uma alocação de risco (e potencial custo) para momento posterior à assinatura do contrato, é interessante economicamente para o comprador prever cláusulas genéricas, ou que contenha rol exemplificativo de hipóteses, já que aumentará as suas chances de ter uma saída do negócio na forma em que foi pactuado.

Já para o vendedor, tende a ser mais interessante que a cláusula seja o mais restrita possível, garantindo que são poucas as hipóteses em que o negócio poderá ser revisto (com impacto principalmente no preço) ou desfeito. Se a previsão é muito genérica, os riscos alocados para o momento posterior são muito altos, representando potenciais custos de transação *ex post* elevados, que comprometem o interesse do vendedor na consecução do negócio, ou, ainda que ele seja celebrado, diminui a obtenção de vantagem econômica para o vendedor.

A opção no caso concreto dependerá da negociação entre as partes. A postura colaborativa entre os agentes econômicos deve ser o racional condutor para obtenção da maior eficiência possível, especialmente face à ausência de balizas legais a respeito desse instituto. A adoção de condutas oportunistas gerará aumento significativo dos custos de transação, comprometendo a eficiência da operação e desvirtuando o próprio propósito de existência desse mecanismo contratual.

4.3 FUNÇÃO JURÍDICA E ECONÔMICA

Do ponto de vista funcional, as cláusulas MAC são ferramentas para conferir maior grau de segurança ao negócio firmado. Por meio delas, as partes optam por alocar os custos *ex ante*, transferindo para o momento da negociação o regime aplicável em relação a eventos supervenientes com efeitos materiais sobre a operação (COSTA, 2021). Se for feita uma boa redação, evitam-se litígios, que teriam custos potencialmente mais altos do que aqueles incorridos para a negociação do instrumento contratual.

Ela servirá como alternativa à aplicação do regime geral previsto no Código Civil, que é o da teoria da imprevisão, demandando a comprovação pelo comprador de todos os requisitos autorizadores da aplicação do instituto (BOTREL, 2017). O objetivo, além da redução do litígio e respectivos custos, é retirar do arbítrio do juiz enquanto terceiro a definição sobre os rumos

do negócio, mantendo na esfera de decisão das partes, em respeito à autonomia da vontade. Deve ser uma tentativa não apenas de reduzir os custos de transação, como também de garantir que o negócio atingirá as finalidades econômicas pretendidas pelas partes.

Essa função da cláusula MAC como substitutivo do regime legal da teoria da imprevisão é similar ao racional também adotado em outros países de tradição jurídica similar à brasileira, como é o caso de Portugal. Lá, já é reconhecido que o regime de alteração de circunstâncias é dispositivo, podendo ser substituído pela vontade das partes (SÁ, 2020), o que, no caso de operações de fusão e aquisição, é instrumentalizado por meio das cláusulas MAC.

A cláusula MAC também funciona como mecanismo de prévia alocação de riscos entre as partes, antes da concretização do evento ou seus efeitos. Como entre o *signing* e o *closing* a empresa está sob controle integral do vendedor, a cláusula MAC aloca para ele o risco de ocorrência de evento que impacte no negócio (GOMES, 2020). Isso faz sentido inclusive se considerando a assimetria informacional. O risco é mais bem acomodado quando alocado para a parte que tem mais informações sobre a operação (nesse caso, informações sobre os negócios da empresa objeto da transação) e maior capacidade de controlar a ocorrência de eventos adversos, ou mitigar os seus impactos (GOMES, 2020). A obtenção dessas informações pelo comprador representaria custos muito elevados, potencialmente inviabilizadores do negócio.

Essa alocação de riscos pode ser complementada por meio das representações e garantias insculpidas no instrumento contratual, que inclusive auxiliam a identificar as bases sobre as quais o negócio foi firmado, e as condições que eram esperadas da empresa e do vendedor (SÁ, 2020).

Tradicionalmente, uma vez ocorrido o evento que atrai a incidência da cláusula MAC, o comprador terá a opção de resolver o contrato, reduzir ou preço, ou receber o pagamento de algum tipo de indenização (SÁ, 2020). No entanto, não há nenhum impedimento para que as partes estabeleçam outros tipos de consequência, como a alteração de outras condições pactuadas, se isso aumentar a possibilidade de que o negócio atinja os efeitos almejados pelas partes, melhorando a situação de ambas e, portanto, promovendo a eficiência.

É possível concluir, então, que outro objetivo da cláusula MAC é conferir opções ao comprador na ocorrência de eventos que comprometam seu interesse na operação (SILVA, 2022). Pelo princípio da preservação dos contratos, também na redação e aplicação dessas cláusulas deve ser privilegiada a revisão das condições com vistas à manutenção do negócio. No entanto, isso só deve ocorrer caso seja essa a medida que permita a melhoria da situação de

ambas as partes, sem prejuízo (ou com o mínimo de prejuízo) à outra, preservando a eficiência. Se não for o caso, a resolução do negócio é medida igualmente válida.

Em caso de litigância a respeito da possibilidade ou não de aplicação da cláusula, o juiz deve fazer a análise em observância aos preceitos insculpidos na Lei de Liberdade Econômica, respeitando os parâmetros estabelecidos pelas partes e objetivando conservar os efeitos do contrato. Não só isso, a definição a ser adotada deve buscar o atingimento da maior eficiência (GINZEL, 2022), comparando os potenciais benefícios e custos consequentes.

5 CONCLUSÃO

O trabalho buscou realizar uma análise das cláusulas MAC sob a perspectiva da análise econômica do direito, e as funções jurídicas e econômicas desse mecanismo contratual.

A análise econômica do direito fornece fundamentais teóricos advindos da teoria econômica para o exame de institutos jurídicos. Desenvolvida inicialmente enquanto disciplina nos Estados Unidos, por meio da sua aplicação é possível entender as repercussões econômicas de questões jurídicas, que podem também causar impactos sociais.

Em relação aos contratos empresariais, a análise econômica do direito busca entender principalmente a questão relacionada aos custos necessários à efetivação da transação, sejam custos prévios à elaboração do contrato, como custos posteriores.

A busca pela eficiência econômica nos contratos empresariais é relevante porque é ela que funcionará como incentivo à realização de trocas comerciais, fundamentais para a existência do mercado e, consequentemente, impulsionamento da economia. É importante, assim, o estabelecimento de mecanismos contratuais de incentivo às partes ao adequado cumprimento, ou de alocação de riscos para que seja possível alcançar a maior eficiência.

Como os contratos são inerentemente incompletos, quando estes são de longa duração ou possuem execução diferida, a ocorrência de eventos posteriores tem o potencial de impactar as condições originalmente pactuadas pelas partes e os efeitos desejados do negócio. Por isso, é necessária a existência no ordenamento jurídico de institutos para regular os efeitos da ocorrência de tais eventos e as regras para repactuação ou encerramento do contrato.

A regra geral no Código Civil é a da teoria da imprevisão, que será aplicável na ocorrência de um evento imprevisível (ou cujos efeitos não eram possíveis de serem previstos),

que gere onerosidade excessiva para pelo menos uma das partes. Preenchidos os requisitos, uma vez que o contrato seja submetido à apreciação de um terceiro julgador, ele será responsável por determinar a repactuação das prestações ou a resolução do negócio, conforme o caso.

Contudo, nem sempre é essa a medida que representa a solução mais eficiente economicamente, já que será adotada por agente estranho à relação, que não está imbuído do mesmo racional das partes, e não há segurança de que será alcançado o objetivo almejado pelas partes na celebração do negócio. Isso é ainda mais sensível no contexto de contratos empresariais, em que a autonomia da vontade das partes ganha maior relevo e a revisão judicial deve ser a exceção.

Especificamente em relação às operações de fusão e aquisição, são contratos de natureza empresarial dotados de grande complexidade e que expõem as partes a risco considerável. Tendo em vista essas características, é preferível que as partes tomem para si a decisão a respeito dos parâmetros e requisitos aplicáveis para a revisão ou resolução do negócio, com vistas a realizar uma prévia alocação de riscos que diminuirá, no total, os custos de transação decorrentes da operação, ainda que signifique um aumento dos custos *ex ante*.

As cláusulas MAC surgem nesse contexto, como alternativa à aplicação do regime da teoria da imprevisão. Ela é um instrumental derivado do princípio da autonomia da vontade das partes, e servirá como mecanismo de alocação de riscos e, consequentemente, custos. Do ponto de vista da análise econômica do direito, a redação e aplicação de tais cláusulas deve objetivar a obtenção de solução que gere melhoria da situação de ambas as partes, para que se possa atingir o seu objetivo de garantir a melhor eficiência econômica e redução dos custos de transação para todos. Isso consequentemente trará maior segurança jurídica para as operações de fusão e aquisição, criando um ambiente de maior incentivo para a realização de tais transações, que são de relevância para o desenvolvimento econômico do país.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Rui Jorge Simões. A análise económica dos contratos. **Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB)**, Lisboa, ano 9, n. 3, p. 317–343, 2023.

ALMEIDA, Rui Jorge Simões. O contrato incompleto na perspetiva da Análise Económica do Direito. **Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB)**, Lisboa, ano 10, n. 5, p. 1047–1078, 2024.

AZEVEDO, Álvaro Villaça. **Curso de direito civil: Teoria geral dos contratos.** 4. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

BOSCHI, José Gabriel**.** A teoria dos contratos incompletos e a análise econômica do Direito. **Revista de Direito da ADVOCEF**, Porto Alegre, ano XI, n. 21, p. 239–267, nov. 2015.

BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. 5. ed., São Paulo: Saraiva, 2017.

BRASIL. Conselho da Justiça Federal. **Enunciado nº 23**. I Jornada de Direito Comercial. Brasília, DF: CJF, 2012. Disponível em: https://www.cjf.jus.br/enunciados/enunciado/48. Acesso em: 28 dez. 2025.

BRASIL. 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: 23 dez. 2025.

BRASIL. Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera as Leis nºs 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 12.682, de 9 de julho de 2012, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.522, de 19 de julho de 2002, 8.934, de 18 de novembro de 1994, o Decreto-Lei nº 9.760, de 5 de setembro de 1946 e a Consolidação das Leis do Trabalho, aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943; revoga a Lei Delegada nº 4, de 26 de setembro de 1962, a Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008, e dispositivos do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, 20 set. 2019, Edição extra-B. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/l13874.htm. Acesso em: 23 dez. 2025.

CÂMARA, Paulo; BASTOS, Miguel Brito. O direito de aquisição de empresas: introdução. *In*: O **Direito da Aquisição de Empresas**. Coimbra: Coimbra Editora, p. 13-64, 2011.

CAMINHA, Uinie; LIMA, Juliana Cardoso. Contrato incompleto: uma perspectiva entre direito e economia para contratos de longo termo. **Revista Direito GV**, São Paulo, v. 10, n. 1, p. 155–200, jan./jun., 2014.

CAVALCANTE, Victor Caminha. Dever de renegociar nos contratos empresariais. **Revista Observatorio de la Economía Latinoamericana**, Curitiba, v. 22, n. 5, p. 1–20, 2024.

COASE, Ronald H. The problem of social cost. **Journal of Law and Economics**, Chicago, v. 3, p. 1–44, Oct. 1960. DOI: 10.1086/466560.

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

FORGIONI, Paula A. **A evolução do direito comercial brasileiro**. 6. ed. rev. atual. e ampl., São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023.

GAGLIANO, Pablo Stolze; PAMPLONA FILHO, Rodolfo. **Novo curso de direito civil: contratos**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2006.

GINZEL, Alexandre. Interpretação dos contratos de M&A: a inadequação dos cânones de direito privado. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 65, n. 2, p. 195–242, 2022.

GOMES, José Ferreira. Contratos de M&A em tempos de pandemia: impossibilidade, alteração das circunstâncias e cláusulas MAC, hardship e força maior. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa**, Lisboa, v. 61, n. 1, p. 365–390, jul./dez. 2020.

LUZ, Enzo Subtil; ANDRADE, Daniel Felipe Souza; LAZAROTO, Lucas. A revisão contratual no direito brasileiro: teoria da imprevisão ou teoria da onerosidade excessiva? **Diálogos e Interfaces do Direito**, Cascavel, v. 3, n. 2, p. 100–106, 2024.

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

MATTOS, Fernanda Ribeiro Galante Abrahão de. **Revisão dos contratos e a Lei da Liberdade Econômica**. 2020. 41 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Pós-graduação Lato Sensu em Direito dos Contratos – LLM) – Insper, São Paulo, 2020. Orientadora: Maria Isabel Carvalho Sica Longhi.

MOUSSATCHÉ, Gabriel Antaki. Jurídico e finanças: a importância da análise de questões jurídicas sob uma perspectiva financeira. **Revista Direito Ibmec-RJ**, Rio de Janeiro, v. 1, n. 2, p. 133–145, jul./dez. 2025.

PIMENTA, Eduardo Goulart; LANA, Henrique Avelino R. P. Análise econômica do direito e sua relação com o direito civil brasileiro. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais**, Belo Horizonte, n. 57, p. 85–138, jul./dez. 2010.

PORTO, Antônio Maristrello; GAROUPA, Nino. **Curso de análise econômica do Direito**. 2. ed., Barueri: Atlas, 2022.

SÁ, Fernando Oliveira e. Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em contratos de compra e venda de empresas. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa**, Lisboa, v. 61, n. 2, p. 427–444, jul./dez. 2020.

SILVA, Vitória Ferreira Vargas da. **(Des)vantagens da cláusula MAC nos contratos de M&A**. 2022. 67 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Direito) — Universidade Federal de Santa Catarina, Centro de Ciências Jurídicas, Florianópolis, 2022. Orientador: Prof. Dr. André Lipp Pinto Basto Lupi.

SIQUEIRA, Mariana de Lima. **Lei da Liberdade Econômica: Código Civil de 2002, presunção de boa-fé e função social nos contratos civis e empresariais**. 2020. 42 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Pós-graduação Lato Sensu em Direito dos Contratos – LLM) – Insper, São Paulo, 2020. Orientadora: Maria Isabel Carvalho Sica Longhi.