


Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Edição Especial – M&A

Vol. nº182/183, ago. 2021/jul. 2022

RDM 182/183

1. CAMPOS, Daniel Pereira; ELIAS, Rafael Cimatti. Partes em contexto: a importância hermenêutica das partes nas opções de compra e venda de participações societárias.
2. SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. Cláusula de indenização e equilíbrio contratual na compra e venda de participação societária de controle
3. BRAUNE GUERRA, João Paulo. Das SPACs à brasileira às SPACs brasileiras: Uma análise da possível governança corporativa pós-aquisição
4. VELLOSO, Fabiana Pereira. Ex Ante merger control of cross-border M&As in Brazil: case studies of CADE's enforcement of gun jumping
5. ZANELATTO, Natália Villas Bôas. A Cláusula de Alteração Material Adversa – Análise do Caso Twitter v. Elon Musk com base na Jurisprudência da Court of Chancery of Delaware.
6. PERLATI, Renan Varollo. As cláusulas de remédio único e o dolo no direito brasileiro.
7. GINZEL, Alexandre. Interpretação dos contratos de M&A: A inadequação dos cânones de direito privado
8. LIMA, Caio Henrique Carvalho de Siqueira. Execução específica e danos em situações de frustração de operações de M&A
9. CAMPOS, Gustavo Ferreira de. As Fusões e aquisições do direito bancário brasileiro em resposta às falhas de mercado
10. ALMIRALL, Camila Vallim. As cláusulas de declarações e garantias como instrumento de disseminação do reporte padronizado de práticas de sustentabilidade: Uma alternativa possível?
11. NAQUIS, Manoela Bruno Morales. Special Purpose Acquisition Company (SPAC) - Origem, principais controvérsias e perspectivas de regulação no Brasil
12. CICILLINI, Gabriela Moreira. O paradoxo entre a previsão de deal protection devices e o cumprimento dos deveres fiduciários pelos administradores em operações de fusão e aquisição (M&A)
13. VAZ, Ernesto Luís Silva. Impasses societários e a conveniência da utilização da cláusula buy or sell.

ISBN 978-65-6006-071-5

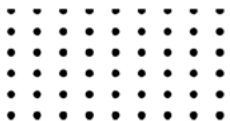


9 786560 060715 >

IDGLOBAL
Instituto de Direito Global

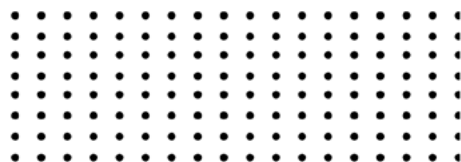
rdm
revista de direito mercantil

EXPERT
EDITORA DIGITAL



Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Edição Especial – M&A

Vol. nº182/183, ago. 2021/jul. 2022

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
industrial, econômico e financeiro
182/183

Publicação do Instituto Brasileiro de Direito Comercial
Comparado e Biblioteca Tullio Ascarelli do Departamento de
Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de
São Paulo

Ano LX (Nova Série)
Agosto 2021/Julho 2022

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
Industrial, econômico e financeiro
Nova Série – Ano LX – ns. 182/183 – ago. 2021/jul. 2022

FUNDADORES:

1 a FASE: WALDEMAR FERREIRA

FASE ATUAL: Profs. Philomeno J. Da Costa E Fábio Konder Comparato

CONSELHO EDITORIAL:

Alexandre Soveral Martins

Carlos Klein Zanini

Jorge Manuel Coutinho de Abreu

Judith Martins-Costa

Paulo de Tarso Domingues

Rui Pereira Dias

Ana de Oliveira Frazão

Gustavo José Mendes Tepedino

José Augusto Engrácia Antunes

Luís Miguel Pestana de Vasconcelos

Ricardo Oliveira Garcia

Sérgio Campinho

COMITÉ DE REDAÇÃO:

Antonio Martín

Calixto Salomão Filho

Eduardo Secchi Munhoz

Francisco Satiro De Souza Junior

José Alexandre Tavares Guerreiro

Juliana Krueger Pela

Mauro Rodrigues Penteadó

Marcos Paulo De Almeida Salles

Newton de Lucca

Paulo Fernando Campos Salles De Toledo

Priscila Maria Pereira Corrêa Da Fonseca

Balmes Vega Garcia

Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

Erasmus Valladão Azevedo E Novaes
França

Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

José Marcelo Martins Proença

Luiz Gastão Paes de Barros Leães

Manoel De Queiroz Pereira Calças

Marcelo Vieira Von Adamek

Paula Andréa Forgioni

Paulo Frontini

Rachel Sztajn

Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer
Sheila Christina Neder Cerezetti

Rodrigo Octávio Broglia Mendes
Vinícius Marques De Carvalho

COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO:

Matheus Chebli De Abreu

Michelle Baruhm Diegues

ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE:

Beatriz Leal de Araújo Barbosa da Silva

Daniel Fermann

Heloisa de Sena Muniz Campos

Lara Aboud

Larissa Fonseca Maciel

Luma Luz

Maria Eduarda da Matta Ribeiro Lessa

Mateus Rodrigues Batista

Rafaela Vidal Codogno

Victoria Rocha Pereira

Virgílio Maffini Gomes

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

Publicação semestral da Editora Expert LTDA

Rua Carlos Pinto Coelho, CEP 30664790 Minas Gerais, BH – Brasil

Diretores: Luciana de Castro Bastos, Daniel Carvalho

Direção Executiva: Luciana de Castro Bastos

Direção Editorial: Daniel Carvalho

Diagramação e Capa: Editora Expert

Revisão: Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. <https://br.creativecommons.org/>
"A prerrogativa da licença creative commons 4.0, referencias, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

AUTORES: Alexandre Ginzel, Caio Henrique Carvalho de Siqueira Lima, Camila Vallim Almirall, Daniel Pereira Campos, Ernesto Luis Silva Vaz, Fabiana Pereira Velloso, Gabriela Moreira Cicillini, Gustavo Ferreira de Campos, João Paulo Braune Guerra, Manoela Bruno Morales Naquis, Natália Villas Bôas Zanelatto, Rafael Cimatti Elias, Renan Varollo Perlati, Ricardo Villela Mafra Alves da Silva

ISBN: 978-65-6006-071-5

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte, Abril de 2024

A Revista de Direito Mercantil agradece ao Instituto de Direito Global pelo fomento à publicação deste volume.

Pedidos dessa obra:

experteditora.com.br

contato@editoraexpert.com.br



EXPERT
EDITORA DIGITAL

AUTORES

Daniel Pereira Campos

Professor de direito dos negócios da Escola de Direito de São Paulo (FGV). Doutorando em direito comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo e mestre em direito comercial (Master of Corporate Law) pela Universidade de Cambridge. Foi pesquisador em direito e economia da University College of London e advogado no escritório Mattos Filho.

Rafael Cimatti Elias

Professor auxiliar de direito das obrigações na Université Paris-Panthéon-Assas. Doutorando em direito civil pela Université Paris-Panthéon-Assas e mestre em direito civil pela Universidade de São Paulo. Foi pesquisador convidado no Institut d’Histoire du Droit Jean Gaudemet da Université Paris-Panthéon-Assas e membro da rede de pesquisa “Privatissimum” (Panthéon-Assas, Fribourg e Liège).

Ricardo Villela Mafra Alves da Silva

Professor Adjunto de Direito Comercial da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Mestre e Doutor em direito empresarial pela UERJ na linha de Empresa e Atividades Econômicas. Mestre (LLM) em Direito Empresarial (Business Law) pela UCLA School of Law. Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Rio de Janeiro. Advogado especializado em Direito Societário, Fusões e Aquisições e Mercado de Capitais.

João Paulo Braune Guerra

Doutorando e bacharel em direito pela Universidade de São Paulo (USP), com dupla graduação pela Université Jean Moulin Lyon 3 (Licence en Droit) e período de mobilidade internacional na Universität Luzern (Lucerne, Suíça). Atualmente, é coordenador das atividades da Rede de Estudos e Aprofundamento Legal do Real Digital (REAL), na Faculdade de Direito da USP, e pesquisador no Centro de Regulação e

Inovação Aplicada (CRIA), da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). É membro da Comissão de Direito Bancário da Ordem dos Advogados do Brasil - Seção São Paulo. Advogado no PGLaw.

Fabiana Pereira Velloso

Doutoranda em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Bacharela em Direito pela mesma instituição, com período de mobilidade internacional na Sciences Po Paris. Chefe de Assessoria Substituta no Gabinete do Conselheiro Victor Fernandes no Tribunal do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade). Endereço para correspondência: fabiana.velloso@usp.br.

Natália Villas Bôas Zanelatto

Natália Villas Bôas Zanelatto é sócia coordenadora do departamento corporativo da Andersen Ballão Advocacia, baseada em Curitiba e especializada na estruturação de operações societárias, M&A e contratos empresariais complexos. Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Paraná, LL.M em Direito Empresarial Europeu e Internacional pela Universidade Panthéon-Assas. Mestranda em Direito dos Negócios pela Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas, onde pesquisa ESG e o mercado de capitais brasileiro. Árbitra e Conselheira da Câmara de Mediação e Arbitragem da Associação Comercial do Paraná (ARBITAC).

Renan Varollo Perlati

Doutorando em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo. Advogado. É sócio de Huck Otranto Camargo Advogados.

Alexandre Ginzel

Advogado. Bacharel em direito pela PUC-SP (2017). Mestre em filosofia do direito pela USP (2021). Doutor em direito romano e

sistemas jurídicos contemporâneos pela Università di Roma - Tor Vergata (2022). Doutorando em direito comercial pela USP.

Caio Henrique Carvalho de Siqueira Lima

Bacharel em Direito pela FDRP-USP. Pós-graduado em Direito Societário pelo Insper. Mestre em Direito e Economia pela Universidade de Hamburgo. Mestrando em Direito Comercial pela FD-USP. Pesquisador visitante no King's College London. Advogado no Lefosse.

Gustavo Ferreira de Campos

Mestrando em Direito Comercial e bacharel em direito pela Universidade de São Paulo (USP), com período de mobilidade acadêmica na Université Paris II - Panthéon-Assas. Mestrando em Direito Comercial (Master en Droit des Affaires) pela Université Jean Moulin Lyon 3 e graduado em direito francês (Licence en Droit) pela Université Jean Monet - Saint-Étienne, em acordo de dupla titulação entre a USP e a Université de Lyon. Advogado em São Paulo.

Camila Vallim Almirall

Mestranda em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie. Atua como advogada especializada em Direito Societário, M&A e Contratos Comerciais.

Manoela Bruno Morales Naquis

Pós-graduanda em Finanças e Economia pela Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (FGV EESP). Graduada em Direito pela Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (FGV Direito SP). Diretora do Center for M&A Studies (CM&A). Cofundadora e coordenadora do Grupo de Estudos em Governança Corporativa da FGV Direito SP (GEGC). Assistente de Serviços Jurídicos na área de Direito Societário e M&A. E-mail: manoelanaquis@gmail.com.

Gabriela Moreira Cicillini

Graduada em direito pela Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo e atua como advogada na área consultiva empresarial e digital.

Ernesto Luís Silva Vaz

Doutorando em Direito Comercial na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Mestre em Direito Comercial pela FD USP (2010). Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais (2004). Advogado inscrito na Ordem dos Advogados do Brasil (2004) e na Ordem dos Advogados (Portugal) (2015).

SUMÁRIO

Partes em contexto: a importância hermenêutica das partes nas opções de compra e venda de participações societárias15

Daniel Pereira Campos, Rafael Cimatti Elias

Cláusula de indenização e equilíbrio contratual na compra e venda de participação societária de controle53

Ricardo Villela Mafra Alves da Silva

Das SPACS à brasileira às SPACS brasileiras: uma análise da possível governança corporativa pós-aquisição89

João Paulo Braune Guerra

Ex ante merger control of cross-border M&As in Brazil: case studies of CADE's enforcement of gun jumping 109

Fabiana Pereira Velloso

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*.....133

Natália Villas Bôas Zanelatto

As cláusulas de remédio único e o dolo no direito brasileiro159

Renan Varollo Perlati

Interpretação dos contratos de M&A: A inadequação dos cânones de direito privado.....195

Alexandre Ginzal

Execução específica e danos em situações de frustração de operações de M&A.....243

Caio Henrique Carvalho de Siqueira Lima

As fusões e aquisições no sistema financeiro nacional em resposta às falhas de mercado e a transferência qualificada de controle acionário no direito bancário brasileiro281

Gustavo Ferreira de Campos

As cláusulas de declarações e garantias (*representations and warranties*) como instrumento de disseminação do reporte padronizado de práticas de sustentabilidade: uma alternativa possível?307

Camila Vallim Almirall

Special purpose acquisition company (SPAC): origem, principais controvérsias e perspectivas de regulação no Brasil327

Manoela Bruno Morales Naquis

O paradoxo entre a previsão de *deal protection devices* e o cumprimento dos deveres fiduciários pelos administradores em operações de fusão e aquisição (M&A).....373

Gabriela Moreira Cicillini

Impasses societários e a conveniência da utilização da cláusula *buy or sell*413

Ernesto Luis Silva Vaz

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

Natália Villas Bôas Zanelatto (FGV, São Paulo)

Resumo: O presente trabalho aborda a evolução dos precedentes da *Court of Chancery of Delaware*, interpretando a Cláusula de Alteração Material Adversa (MAC), que possivelmente foram considerados pelas partes do caso *Twitter v. Elon R. Musk* ao definirem a sua estratégia na negociação do contrato de aquisição e no litígio. A Corte de Delaware promoveu uma virada interpretativa do tema em 2018, no caso *Akorn v. Frenesius*, ao admitir pela primeira vez o término de um contrato de aquisição com base na superveniência de uma MAC, considerando tais efeitos duradouros, dramáticos, inesperados e especificamente aplicados à empresa-alvo. Nos casos levados à Corte anteriormente, os efeitos adversos, porém de curto prazo, cíclicos e espalhados por todo o setor econômico, não foram considerados suficientes pela Corte para eximir os compradores arrependidos da obrigação de concluir a operação. Neste trabalho, são também analisados a Cláusula MAC e o histórico de negociação do contrato de aquisição do caso envolvendo o *Twitter*, os argumentos das partes na disputa e os elementos que possivelmente incentivaram os compradores a concluir a transação nos termos acordados no contrato de aquisição.

Abstract: This paper presents the evolution of the caselaw of the Court of Chancery of Delaware, interpreting the Clause of Material Adverse Change (MAC), that were possibly taken into consideration by the parties in the case *Twitter v. Elon R. Musk* when defining their strategy in the negotiation of the acquisition agreement and in the litigation. The Court of Delaware pivoted its interpretation of the matter in 2018, in the *Akorn v. Frenesius* case, by accepting for the first time the termination of an acquisition agreement based on a

supervening MAC, considering its long-term, dramatic, unexpected, and specifically applied to the target-company effects. In the cases brought to the Court previously, the effects, though adverse, were not considered sufficient to avoid regretful buyers from closing the transaction, as they were short-termed, cyclical, and spread through the industry. This paper also addresses the MAC Clause and the history of negotiation of the acquisition agreement of the case regarding Twitter, the issues presented by the parties of the dispute, and the elements that possibly encouraged buyers to close the transaction, as provided in the acquisition agreement.

Palavras-chave: Alteração material adversa; efeito material adverso; Tribunal de Delaware; Twitter; Elon Musk; contrato de aquisição; fusões e aquisições.

Keywords: Material adverse change; material adverse effect; Court of Delaware; Twitter; Elon Musk; acquisition agreement; mergers and acquisitions.

1. INTRODUÇÃO

Os contratos de compra e venda de ações e demais contratos que regulam operações de fusões e aquisições (compra e venda de ativos, contratos de fusões, de permuta de ações, dentre outros, doravante referidos apenas como “contratos de aquisição”) regulam a alocação de riscos do objeto adquirido e da transação entre o vendedor e o comprador. Além do objetivo de tratar do formato da operação e como ela se concretizará, o contrato de aquisição se destina a ajustar quem arcará com determinado risco do negócio após o fechamento da operação e em qual medida.

Conforme “Nota Prática” publicada pelos advogados da banca norte-americana Sullivan & Cromwell LLP, dentre eles Stephen Kotran, sócio líder do núcleo de *M&A*, em regra o comprador assume o maior risco em relação ao desempenho financeiro do negócio adquirido após o fechamento da operação pelo simples fato de o estar adquirindo. Assim, segundo a lição de Kotran, para atribuir ao vendedor parte de

referido risco e partindo do pressuposto de que o vendedor possui maior volume de informações sobre o negócio vendido, os contratos de aquisição lançam mão de diversas disposições típicas. Dentre estas, destacam-se (i) as declarações e garantias que o vendedor apresenta assegurando determinadas características do negócio até o fechamento da operação; (ii) as condições precedentes ao fechamento, incluindo aí as obrigações do vendedor que condicionam a concretização da operação (como, por exemplo, a obrigação de conduzir os negócios conforme o seu curso ordinário entre a assinatura do contrato e o fechamento da operação, ou a obrigação de obter a autorização da autoridade antitruste); (iii) as obrigações de indenização do vendedor em caso de descumprimento das obrigações estabelecidas no contrato; e (iv) os direitos de término do contrato por parte do comprador¹⁷¹.

Apenas detalhando os exemplos acima, confere-se ao comprador o direito de se recusar a concretizar o fechamento caso observe que alguma declaração conferida pelo vendedor sobre o negócio era falsa; ou aceite o fechamento, mas exija uma garantia complementar do vendedor em relação à eventual contingência descoberta. Desta forma, atribui-se parte do risco do negócio e da operação ao vendedor, nos limites das disposições típicas acordadas.

2. A ALOCAÇÃO DE RISCO POR MEIO DA CLÁUSULA MAC

É neste contexto que se insere a cláusula de alteração material adversa ou efeito material adverso (do inglês *material adverse change* ou *material adverse effect*, e referidas neste trabalho indistintamente como alteração material adversa ou “MAC”). Trata-se de disposição típica que atribui ao vendedor o risco de algum evento se impor sobre o negócio entre a assinatura e o fechamento da operação, que tenha

171 KOTRAN, Stephen M.; MURISON, Lisa A.; MACDONALD, Allison H. Sullivan & Cromwell LLP. **Material Adverse Change Provisions: Mergers and Acquisitions**. Thomson Reuters: Practical Law Company, p. 1. Disponível <http://us.practicallaw.com/9-386-4019>. Acesso em 14/07/2023.

ou que, em algum momento no futuro, possa ter um efeito material adverso sobre o negócio.

Em outros termos, e seguindo a lição de Jorge Cesa Ferreira da Silva, a cláusula MAC confere à parte beneficiária, em razão de uma alteração adversa significativa, como a extinção de contratos essenciais à atividade da empresa-alvo, ou ainda o aumento significativo do endividamento, o direito de extinguir o contrato (efeito típico) ou à revisão contratual, com ou sem negociação (efeito menos comum)¹⁷². Reconhece-se, contudo, que diante do peso que a extinção contratual pode impor às partes, este pode abrir caminho para que elas renegociem o contrato¹⁷³.

Olhando sob ainda outro prisma, Judith Martins-Costa e Paula Costa e Silva qualificam a cláusula MAC na categoria de *deal stopping clauses*, na medida em que elas afastam a vinculação obrigacional se determinados eventos perturbarem a sua execução. Ela, portanto, aloca o risco relacionado a eventos não controláveis pelas partes, atrelados à mudança do quadro fático pressuposto pelos contratantes ao estabelecerem o conteúdo do contrato durante o período entre “assinatura” e “fechamento” do contrato de aquisição¹⁷⁴.

A cláusula de MAC, no contexto estratificado dos contratos de aquisição, normalmente adota a forma de uma condição precedente, autorizando o comprador a recusar-se a concretizar a transação se houver um efeito material adverso entre uma determinada data acordada e o fechamento, normalmente a assinatura do contrato de aquisição ou a data do último balancete auditado. Alternativamente, a cláusula de MAC pode se fazer presente como uma declaração do

172 Concordam com esta função dupla: MARTINS-COSTA, Judith, SILVA, Paula Costa. **Crise e Perturbações no Cumprimento da Prestação: estudo de direito comparado luso-brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 134 e SCHREIBER, Anderson. **Equilíbrio contratual e o dever de renegociar**. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 317.

173 DA SILVA, Jorge Cesa Ferreira: Cláusulas MAC ou MAE no Direito Brasileiro. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 386-387.

174 MARTINS-COSTA, Judith, SILVA, Paula Costa. **Crise e Perturbações no Cumprimento da Prestação: estudo de direito comparado luso-brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 127.

vendedor de que o negócio alienado não sofreu um efeito material adverso entre a data-base referida e o fechamento, aliada à condição precedente de que, caso tal declaração não seja verdadeira no momento do fechamento, o comprador poderá recusar-se a concluir a transação. É possível, também, que o contrato de aquisição utilize ambas as disposições, e a partir delas faça referência ao conceito de efeito material adverso acordado entre as partes¹⁷⁵.

Não obstante o objetivo de alocar parte do risco do negócio e da transação ao vendedor, historicamente a interpretação da cláusula MAC pelos Tribunais norte-americanos se deu de forma estrita, conduzindo ao entendimento da comunidade de M&A de que tal disposição contratual típica proporcionava proteção bastante limitada ao comprador. Foi o que se deu nos casos envolvendo as companhias IBP e Hexion, julgados pela *Delaware Chancery Court* em 2001 e 2008, respectivamente, e apresentados a seguir.

3. A INTERPRETAÇÃO ESTRITA DA CLÁUSULA MAC – IN RE IBP, INC. SHAREHOLDERS LITIGATION CASE (2001) E HEXION SPECIALTY CHEMICALS, INC V. HUNTSMAN CORP. (2008)

No caso julgado pela *Delaware Chancery Court* em 2001, a companhia Tyson Foods pretendia terminar o contrato de fusão com a IBP com base no fundamento de que a IBP teria violado a sua declaração e garantia de que não tinha sofrido uma alteração material adversa. Para justificar tal término, a Tyson Foods sustentou que houve um declínio de performance financeira no último trimestre de 2000 e no primeiro trimestre de 2001, em comparação ao último balanço revelado na operação, além das irregularidades contábeis descobertas em uma das subsidiárias da IBP¹⁷⁶.

175 KOTRAN, Stephen M.; MURISON, Lisa A.; MACDONALD, Allison H. Sullivan & Cromwell LLP. **Material Adverse Change Provisions: Mergers and Acquisitions**. Thomson Reuters: Practical Law Company, p. 2. Disponível em <http://us.practicallaw.com/9-386-4019>. Acesso em 14/07/2023.

176 In re IBP, INC. Shareholders Litigation, 789 A,2d, 14 (Del. Ch. 2001) Disponível em <https://case-law.vlex.com/vid/in-re-ibp-inc-889891188>. Acesso em 22/08/2023.

No entanto, o Tribunal entendeu que, mesmo quando uma cláusula MAC é elaborada em favor do comprador, ela deve ser interpretada apenas como uma barreira para proteger o comprador da ocorrência de eventos desconhecidos. Parte-se do pressuposto de que, se uma parte tem conhecimento de determinado risco e não o endereçou no contrato, o Tribunal poderá inferir que tal risco não foi considerado pelo comprador como relevante para constituir uma MAC. Nesta linha, o Tribunal observou que os balanços da IBP demonstravam ser esta consistentemente lucrativa, mas sujeita a fortes variações no EBIT anual e no resultado líquido, o que era de conhecimento do comprador, e que para uma alteração ser material, ela deveria “substancialmente ameaçar o resultado total potencial da empresa-alvo”. A despeito de não considerar as variações apontadas como suficientes para constituir uma MAC, o Tribunal não determinou qual variação “substancialmente ameaçaria o resultado” a tal ponto. Ainda, quanto à duração da alteração, o Tribunal considerou que uma companhia é adquirida como parte de uma estratégia de longo prazo, de forma que uma alteração de curto prazo no seu resultado não poderia constituir uma MAC, sugerindo que um período relevante seria medido em anos e não em meses¹⁷⁷. Como resultado, em decisão atribuindo um remédio pouco usual à Corte, esta conferiu o direito à execução específica da obrigação de fechamento aos vendedores, obrigando a Tyson Foods à aquisição e pagamento do preço¹⁷⁸.

Seguindo esta mesma linha em 2008, a *Delaware Chancery Court* entendeu não se tratar de uma MAC a alteração ocorrida na companhia Huntsman no caso *Hexion Specialty Chemicals v. Huntsman Corp.*,

177 KOTRAN, Stephen M.; MURISON, Lisa A.; MACDONALD, Allison H. Sullivan & Cromwell LLP. **Material Adverse Change Provisions: Mergers and Acquisitions**. Thomson Reuters: Practical Law Company, p. 3. Disponível em <http://us.practicallaw.com/9-386-4019>. Acesso em 14/07/2023.

178 Listokin, Yair, **The Empirical Case for Specific Performance: Evidence from the Tyson-Ibp Litigation** (1º de março de 2005). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=679874>. Acesso em 13/09/2023.

apesar da pretensão da compradora Hexion de terminar o contrato de aquisição com base na cláusula MAC¹⁷⁹.

Neste caso, a Hexion sustentou que a Huntsman falhou em alcançar as projeções financeiras apresentadas, e o Tribunal interpretou não se tratar de uma MAC com base nos seguintes princípios: (i) o ônus da prova em comprovar que o evento constitui uma MAC recai sobre a parte que a invoca a respectiva cláusula, fazendo referência ao caso IBP, exceto se as partes houverem contratado expressamente em sentido diverso sobre tal ônus; (ii) o período da MAC deve ser “comercialmente razoável”, medindo-se em anos e não em meses; (iii) tendo em vista o pressuposto de que o Tribunal entendeu não haver uma MAC, deixou de analisar as exceções à MAC listadas na cláusula – no presente caso, caracterizaria uma MAC a desproporcionalidade dos efeitos da alteração material adversa entre a companhia-alvo e as demais empresas do setor químico; (iv) análise de uma MAC deve considerar a empresa-alvo e suas subsidiárias como um todo, e não focar em divisões específicas desta que tenham sido especialmente impactadas; (v) as exceções listadas nas declarações e garantias se sobrepõem à MAC, de forma que o simples fato de projeções não terem sido garantidas afastaria a existência de uma alteração material em relação a elas; (vi) o critério de medida mais adequado para análises financeiras, em uma *cash acquisition*, é o EBITDA em comparação ao EPS (*earnings per share*); (vii) a comparação de resultados financeiros deveria ser realizada com base no mesmo período do ano anterior, o que neste caso não sustentaria a existência de uma MAC no caso em apreço; (viii) a terminologia da cláusula de MAC considerava que o desempenho futuro da empresa-alvo deveria ser analisada com o que “razoavelmente se esperaria” que ela apresentaria e, considerando tal critério e as projeções, seria razoável esperar que estavam de acordo com as estimativas previstas. Assim, não havia motivo para

179 Hexion Specialty Chemicals v. Huntsman Corp., 2008 WL 445744 (Del. Ch. Sept. 29, 2008). Disponível em <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=112500>. Acesso em 22/08/2023.

“razoavelmente se esperar” que não fossem alcançadas, afastando a MAC¹⁸⁰.

Eric Talley, Professor da Universidade de Columbia, em artigo publicado no *Delaware Journal of Corporate Law*, comenta que a decisão não foi surpreendente ao censurar a conduta da Hexion, tendo em vista que as partes firmaram o contrato sabendo que este envolvia riscos e ainda assim escolheram celebrá-lo de forma célere e em termos relativamente *seller-friendly*, beneficiando os vendedores da Huntsman. Portanto, liberar a Hexion de suas obrigações seria violar a própria alocação de riscos manifestada pelas partes na transação.¹⁸¹

Não obstante a interpretação estrita conferida pela *Delaware Chancery Court* nestes dois casos, em 2018 este mesmo órgão emitiu a primeira decisão reconhecendo a existência de uma MAC e autorizando o término do contrato de aquisição no caso *Akorn v. Frenesius*. Tal decisão foi extremamente relevante porque, como esclarecem Richard Slack e Joshua M. Glasser, advogados da banca norte-americana Weil, Gotshal & Manges LLP, desde o posicionamento em *Hexion Specialty Chemicals v. Huntsman Corp.*, a comunidade de M&A entendia que os Tribunais nunca reconheceriam a existência de uma MAC, tendo tal virada conferido maior substrato para a negociação da cláusula MAC e, na dúvida quanto ao surgimento de uma MAC, embasamento para eventual renegociação de preço considerando o risco de término do contrato¹⁸². Passaremos à análise dos fundamentos de referida decisão a seguir.

180 KOTRAN, Stephen M.; MURISON, Lisa A.; MACDONALD, Allison H. Sullivan & Cromwell LLP. **Material Adverse Change Provisions: Mergers and Acquisitions**. Thomson Reuters: Practical Law Company, p. 5-6. Disponível em <http://us.practicallaw.com/9-386-4019>. Acesso em 14/07/2023.

181 TALLEY, Eric L., **On Uncertainty, Ambiguity, and Contractual Conditions**. *Delaware Journal of Corporate Law (DJCL)*, Vol. 34, No. 3, 2009, UC Berkeley Public Law Research Paper No. 1503088, p. 757. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1503088>. Acesso em 13/09/2023.

182 GLASSER, Joshua M., SLACK, Richard. *The Material Adverse Effect Landscape after Akorn v. Frenesius*. *Weil Securities Litigation Alert*, Weil, Gotshal & Manges LLP, October 30, 2018, p. 1. Disponível em https://www.weil.com/~media/mailings/2018/q3/securities_litigation_alert_18_10_30_02.pdf Acesso em 22/08/2023.

4. A VIRADA INTERPRETATIVA NO CASO AKORN V. FRENESIUS (2018)

Ainda que sujeita a recurso, cujas razões já foram apresentadas pela Akorn, a decisão de 246 páginas emitida pela *Court of Chancery* reconheceu o direito da Fresenius de terminar o contrato de aquisição com base na superveniência de uma MAC.

Na introdução da decisão, a Corte já pontuou a diferença deste caso em relação aos demais, nos seguintes termos:

“In prior cases, this court has correctly criticized buyers who agreed to acquisitions, only to have second thoughts after cyclical trends or industrywide effects negatively impacted their own businesses, and who then filed litigation in an effort to escape their agreements without consulting with the sellers. In these cases, the buyers claimed that the sellers had suffered contractually defined material adverse effects under circumstances where the buyers themselves did not seem to believe their assertions.

This case is markedly different. Fresenius responded to a dramatic, unexpected, and company-specific downturn in Akorn’s business that began in the quarter after signing. After consulting with Akorn about the reasons for the decline and receiving unconvincing answers, Fresenius appropriately began evaluating its contractual rights under the Merger Agreement. While doing so, Fresenius continued to move forward with the transaction. Later, Fresenius received whistleblower letters that made alarming allegations about data integrity issues at Akorn. Once again, Fresenius consulted with Akorn, then relied on an informational access covenant in the Merger Agreement to conduct an investigation. That too was proper, because buyers obtain informational rights so they can continue to evaluate the seller after signing and determine whether to close. (...)

Any second thoughts that Fresenius had about the Merger Agreement were justified by unexpected events at Akorn. The parties agreed to provisions in the Merger Agreement that addressed those events, and Fresenius properly exercised its rights under those provisions. As a result, the Merger Agreement terminated on April 22, 2018¹⁸³.

Os fatos do caso podem ser resumidos da seguinte forma: em abril de 2017 a Fresenius Kabi AG, empresa alemã do setor farmacêutico, obrigou-se a adquirir a companhia-alvo Akorn, Inc, empresa americana do setor farmacêutico com sede em Illinois e constituída na Louisiana. No mesmo dia em que as partes firmaram o contrato de aquisição, a Akorn reafirmou as suas expectativas futuras de resultados financeiros a pedido da Fresenius. Contudo, no segundo trimestre de 2017 os resultados da Akorn caíram substancialmente, tendo o seu CEO atribuído tal queda à concorrência inesperada e à perda de um contrato-chave. Apesar de assegurado à Fresenius que a queda seria temporária, o cenário se acentuou em julho e agosto de 2018, conduzindo a compradora à preocupação da ocorrência de uma MAC em setembro.

Além disso, em outubro e novembro de 2017 a Fresenius havia recebido cartas de denúncias anônimas revelando a violação de obrigações regulatórias no desenvolvimento de produtos da Akorn e no seu processo de qualidade, colocando em xeque as declarações e garantias emitidas quanto ao cumprimento de normas regulatórias e o exercício regular de suas atividades (*ordinary course of business*). Tais denúncias culminaram em uma investigação por parte da Fresenius que comprovou a violação de que suspeitava, o que razoavelmente poderia se esperar que resultaria em uma MAC.

A *Court of Chancery* decidiu que a Fresenius terminou o contrato de aquisição validamente tendo em vista que as declarações e garantias

183 Court of Chancery. *Akorn v. Fresenius* (Del. Ch. 2018), p. 5-6 Disponível em <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=279250>. Acesso em 22/08/2023.

emitidas pela Akorn não eram verdadeiras e corretas, e a magnitude da imprecisão poderia ensejar, em uma razoável expectativa, em uma alteração material adversa. Neste caso, a Corte analisou se a magnitude da queda nos resultados da Akorn era material, tendo se baseado nos precedentes de IBP e Hexion, anteriormente referidos, indicando que “[a] short-term hiccup in earnings should not suffice; rather the Material Adverse Effect should be material when viewed from the longer-term perspective of the reasonable acquiror”¹⁸⁴. Seguindo este raciocínio, concluiu-se que a Fresenius comprovou que o desempenho financeiro da Akorn teve um declínio relevante desde a assinatura do contrato de aquisição e que os motivos para tal declínio teriam uma duração significativa (concorrência e perda de contratos relevantes). Quanto ao volume das quedas, o Tribunal observou que houve queda em todas as métricas financeiras nos quatro trimestres em comparação ao trimestre respectivo do ano anterior – declínios superiores a 25% em faturamento, quedas nas receitas operacionais superiores a 80% (alcançando até 292%); quedas no EPS (*earnings per share*) acima de 95% (alcançando até 300%). Tais reduções, além de relevantes, contrastavam sobretudo com o crescimento anual registrado nos cinco anos anteriores¹⁸⁵.

Adicionalmente, considerou-se que a Akorn violou a sua obrigação de manter verdadeiras as suas declarações e garantias de cumprimento de obrigações regulatórias até a data do fechamento, efetuando uma análise qualitativa e quantitativa de tal violação para verificar se seria razoável se esperar que ela ensejaria uma MAC. A Corte observou, com relação aos aspectos qualitativos dos problemas regulatórios, haver provas surpreendentes de violações regulatórias e problemas de compliance generalizados. As questões quantitativas diziam respeito aos potenciais impactos econômicos das violações regulatórias que, segundo os assistentes técnicos das partes, ensejariam uma redução no valor de mercado de 21% em relação à avaliação que embasou o preço da aquisição, de USD 4,3 bilhões, acarretando uma

184 *Ibid.*, p. 129.

185 *Ibid.*, p. 135.

alteração material considerando a perspectiva de longo prazo de um comprador razoável.

Finalmente, a *Court of Chancery* entendeu ter havido o descumprimento da condição precedente pela Akorn de manter o exercício regular de suas atividades entre a assinatura e o fechamento ao: (i) cancelar as auditorias regulares das quatro plantas e implementar auditorias pontuais; (ii) instruir a equipe de TI para não investir recursos em projetos de integridade de dados; (iii) submeter dados falsos à FDA (Food and Drug Administration – Federal Authority); e (iv) não responder de forma responsiva e crível às denúncias anônimas apresentadas¹⁸⁶.

Portanto, conforme observa Jorge Lessa Ferreira da Silva, tem-se que a materialidade, isto é, a relevância dos fatos do caso e os seus efeitos foram cuidadosamente analisados pela Corte, que considerou igualmente a conduta do adquirente em esforçar-se em manter a transação antes de requerer o seu término, afastando a interpretação de que se trataria de comportamento oportunista de um comprador arrependido da operação¹⁸⁷.

Ao fixar tal precedente, a Corte estabeleceu novos parâmetros a serem observados em demandas em que for invocada a existência de uma MAC, os quais serão explorados em detalhes na análise do caso *Twitter, Inc. v. X Holdings I, Inc, X Holdings II, Inc. e Elon R. Musk*.

5. PRINCIPAIS FATOS DO CASO TWITTER, INC. V. ELON R. MUSK, X HOLDINGS I, INC., AND X HOLDINGS II, INC.

Em 25 de abril de 2022, Twitter, Inc. (“Twitter”) firmou o *Agreement and Plan of Merger* (“Contrato de Aquisição” ou apenas “Contrato”) com X Holdings I, Inc. (“Holding”), X Holdings II, Inc., uma subsidiária detida exclusivamente pela Holding (“Subsidiária”) e Elon

¹⁸⁶ *Ibid.*, p. 216-222.

¹⁸⁷ DA SILVA, Jorge Cesa Ferreira: Cláusulas MAC ou MAE no Direito Brasileiro. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 391.

R. Musk (referidos neste texto como “compradores” ou “Sr. Musk”). Nos termos do Contrato de Aquisição, a Subsidiária seria incorporada pelo Twitter, de forma que este sobreviveria à operação, e passaria a ser detido exclusivamente pela Holding que, por sua vez, é detida exclusivamente pelo Sr. Musk.

À época da assinatura, o Conselho de Administração do Twitter entendeu por unanimidade que as operações previstas no Contrato de Aquisição eram no melhor interesse da companhia-alvo e de seus acionistas, aprovando-as. O Conselho igualmente recomendou que os acionistas votassem no sentido de aprovar a operação. Além disso, conforme o Contrato de Aquisição, cada ação emitida pelo Twitter seria cancelada e convertida no direito do acionista de receber o preço de USD 54,20 em espécie (o “Preço de Aquisição”)¹⁸⁸.

No entanto, em 8 de julho de 2022 os compradores enviaram ao Twitter uma notificação formal de término do Contrato de Aquisição com base nos seguintes fundamentos: (i) violação das condições precedentes de compartilhamento de informações e de cooperação para obtenção de financiamento para a aquisição, diante da falha e recusa do Twitter de revelar dados relacionados às contas falsas na sua plataforma, as quais, segundo os compradores, eram fundamentais para o negócio da empresa-alvo e para o seu desempenho financeiro; (ii) imprecisão das declarações e garantias ao afirmar que o volume de contas falsas da plataforma informada pelo Twitter à *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC) seria inferior a 5% no período do primeiro trimestre de 2022, tendo os compradores encontrado indícios de serem volumes muito superiores, o que possivelmente resultaria em uma MAC; e (iii) falha em obter aprovação prévia antes de alterar o curso normal dos seus negócios ao demitir três empregados-chave e

188 *Merger Agreement* entre Twitter, Inc. e X Holdings I, Inc, X Holdings II, Inc. e Elon R. Musk. U.S. Securities and Exchange Commission. FORM 8-K. *Current Report*, p. 2. Disponível em <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1418091/000119312522120474/d310843ddefa14a.htm>. Acesso em 23/08/2023.

de alto escalão, congelar as contratações de forma geral e não ter êxito em reter pessoas estratégias para a operação¹⁸⁹.

O Twitter, então, apresentou uma *Complaint* à Chancery Court of Delaware requerendo uma ordem de execução específica do Contrato de Aquisição, de forma a obrigar os compradores a concretizar a operação nos termos acordados em referido instrumento. Em síntese, o Twitter confere destaque ao histórico da negociação do Contrato de Aquisição, envolvendo uma proposta de preço pública e não-solicitada apresentada pelos compradores, com condição *take-it-or-leave-it*, mas bastante vantajosa aos acionistas do Twitter ao conferir prêmio de 38% sobre o valor da ação no mercado; uma minuta *seller friendly* oferecida pelo Sr. Musk ao Conselho do Twitter, com o objetivo de facilitar a sua aceitação, e negociações no curso de uma noite em que o Twitter inseriu ainda maiores proteções contratuais para garantir que a operação seria concretizada, de forma a proteger os seus acionistas¹⁹⁰. O enfoque, portanto, deu-se na pressão do Sr. Musk de firmar um acordo de forma célere e nos seus termos, tendo concordado e mesmo proposto de antemão condições benéficas aos acionistas vendedores.

Contudo, conforme sustenta o Twitter, de forma oportunística e sem fundamento contratual ou fático, o Sr. Musk buscava esquivar-se do fechamento da operação em razão da redução generalizada dos preços das ações no mercado e, nos termos noticiados pelo *Wall Street Journal*, na queda acima de USD 100 bilhões no valor da participação deste na Tesla, âncora de seu patrimônio pessoal¹⁹¹.

Neste sentido, o Twitter rebate as alegações dos compradores nos seguintes termos: (i) o Twitter não teria violado as condições precedentes de compartilhamento de informações ou de cooperação para obtenção de financiamento, na medida em que forneceu até mais

189 *Formal Notice of termination* enviada por X Holdings I, Inc, X Holdings II, Inc. e Elon R. Musk ao Twitter, Inc. Disponível em https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1418091/000110465922078413/tm2220599d1_ex99-p.htm. Acesso em 23/08/2023.

190 *Complaint* apresentada à *Court of Chancery of Delaware* pelo Twitter, Inc. em face de X Holdings I, Inc, X Holdings II, Inc. e Elon R. Musk, p. 9-12. Disponível em <https://www.documentcloud.org/documents/22084462-twitter-v-elon-musk-complaint>

191 *Ibid.*, p. 3.

informações do que seria obrigado nos termos do Contrato de Aquisição, que prevê uma obrigação estrita de revelação de informações para fins de viabilizar o fechamento da operação, e não de autorizar uma *due diligence* que teria sido dispensada de antemão pelos compradores antes da assinatura; (ii) as declarações e garantias não são imprecisas, e não haveria sequer que se falar em alteração material adversa, na medida em que a notificação formal de término dos compradores apenas tratava de uma “crença” de que haveria tais efeitos a partir de uma “análise preliminar” dos dados sobre as contas falsas, e que uma MAC apenas poderia se dar após a comprovação de requisitos extraordinariamente difíceis – e inexistentes no presente caso; e (iii) não houve alteração no curso normal dos negócios em relação à saída voluntária de determinados funcionários e demissões, que foram devidamente avisadas ao Sr. Musk. Adicionalmente, o próprio Sr. Musk teria diversas vezes se dirigido ao Conselho e publicamente expressado a sua preocupação com o volume de funcionários do Twitter, tendo encorajado a administração a diminuir custos neste setor. Somaram-se a tais argumentos o fato de que o Sr. Musk teria se recusado a discutir o programa de retenção de talentos proposto pelo Twitter. Por fim, o Twitter incluiu no Contrato de Aquisição cláusula específica que o autorizava a realizar demissões sem precisar de consentimento prévio do Sr. Musk – tendo o pedido de consentimento acima referido sido feito por engano¹⁹².

Especificamente acerca da questão focal das contas falsas, o Twitter reforçou, ainda, que o Sr. Musk tinha conhecimento da existência de contas falsas no Twitter e que a sua aquisição da plataforma tinha como um dos objetivos melhorar as ferramentas para eliminá-las, tendo ele publicamente se posicionado neste sentido¹⁹³.

Em 27 de outubro de 2022, antes do início do procedimento de julgamento do caso, os compradores concluíram a aquisição nos termos estabelecidos no Contrato de Aquisição, possivelmente ponderando sua chance de perda no litígio diante dos argumentos

192 *Ibid.*, p. 7-55.

193 *Ibid.*, p. 27.

apresentados pelo Twitter e os precedentes da Corte de Delaware¹⁹⁴. Diante disso, passaremos à análise da cláusula MAC do caso e as alegações das partes a seu respeito.

6. AS DISCUSSÕES ENVOLVENDO A CLÁUSULA MAC

A notificação formal de término apresentada pelos compradores foi bastante breve sobre a existência de uma alteração material adversa no Twitter, indicando tratar-se de argumento adicional ao pedido de término do Contrato e conduzindo à interpretação de que o principal fundamento seria o descumprimento das condições precedentes de compartilhamento de informações, de cooperação e de curso ordinário dos negócios. De toda forma, seguindo a linha do anteriormente exposto neste trabalho, a cláusula MAC é associada ao descumprimento das declarações e garantias, as quais condicionam a obrigação dos compradores de concluir a transação (condições para o fechamento). Neste sentido, os compradores sustentaram que a declaração e garantia imprecisa relacionada ao volume de contas falsas poderia causar, ou poder-se-ia razoavelmente esperar que causaria uma alteração material adversa. Isso porque, conforme sustentou o Sr. Musk, a contagem de usuários é um componente-chave do negócio, que tem 90% da sua receita oriunda de anúncios publicitários. Adicionalmente, os compradores afirmaram que estavam analisando se a queda no desempenho financeiro do Twitter e revisão de estimativas futuras também poderia constituir uma segunda alteração material adversa, ensejando um argumento adicional para término. De toda forma, não detalharam ou demonstraram tal suposta redução de desempenho financeiro atrelada às contas falsas.

A Cláusula cuja violação é referida no Contrato é a 7.2 *Conditions to the Obligations of Parent and Acquisition Sub*, alínea (b)(i), e estabelece como condição para a obrigação de conclusão do Contrato pelos

194 Conforme notícia amplamente divulgada em veículos, a exemplo daquela disponível em <https://www.nytimes.com/2022/10/27/technology/elon-musk-twitter-deal-complete.html>. Acesso em 26/08/2023.

compradores que todas as declarações e garantias contidas no Contrato sejam verdadeiras e corretas até a data do fechamento e não tenham causado uma alteração material adversa¹⁹⁵. Seguindo este raciocínio, a declaração e garantia que teria sido quebrada seria aquela relacionada à precisão das informações prestadas à SEC quanto às contas falsas e *spam*, referida na Cláusula 4.6, denominada *Company SEC Documents; Financial Statements*, alínea (a).¹⁹⁶.

O Twitter, em resposta, destacou que negociou justamente a cláusula MAC para limitar as hipóteses em que os compradores poderiam evitar o fechamento, excluindo do conceito de alteração material adversa eventos que se aplicassem ao mercado ou à indústria em geral, bem como quedas no valor das ações e sua performance financeira e, especialmente, aspectos revelados pela companhia à SEC, exceto aqueles que dissessem respeito aos “Fatores de Risco” e

195 Conforme se extrai do texto do Contrato: “[...] (b) (i) each of the representations and warranties of the Company contained in this Agreement (except for the representations and warranties contained in Section 4.2(a) and Section 4.2(b)), without giving effect to any materiality or “Company Material Adverse Effect” qualifications therein, shall be true and correct as of the Closing Date (except to the extent such representations and warranties are expressly made as of a specific date, in which case such representations and warranties shall be so true and correct as of such specific date only), except for such failures to be true and correct as would not have a Company Material Adverse Effect; and (ii) each of the representations and warranties contained in Section 4.2(a) and Section 4.2(b) shall be true and correct in all material respects as of the Closing Date (except to the extent such representations and warranties are expressly made as of a specific date, in which case such representations and warranties shall be so true and correct in all material respects as of such specific date only)”. *Ibid.* p. 60.

196 Conforme se extrai do texto do Contrato: “[...] (a) Since January 1, 2022, the Company has filed or furnished with the SEC all material forms, documents and reports required to be filed or furnished prior to the date of this Agreement by it with the SEC (such forms, documents and reports filed with the SEC, including any amendments or supplements thereto and any exhibits or other documents attached to or incorporated by reference therein, the “Company SEC Documents”). As of their respective dates, or, if amended or supplemented, as of the date of the last such amendment or supplement, the Company SEC Documents complied in all material respects with the requirements of the Securities Act and the Exchange Act, as the case may be, and the applicable rules and regulations promulgated thereunder, and none of the Company SEC Documents at the time it was filed (or, if amended or supplemented, as of the date of the last amendment or supplement) contained any untrue statement of a material fact or omitted to state any material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein, in light of the circumstances under which they were made, or are to be made, not misleading”. *Ibid.* p. 25.

“Declarações para o Futuro”, os quais não incluem o tema relacionado à quantidade de contas falsas.

O conceito de alteração material adversa previsto no Contrato de Aquisição foi acordado conforme segue, estabelecendo uma definição geral relativamente ampla, mas limitada pela longa e detalhada lista de *carve outs* do conceito:

“Company Material Adverse Effect” means any change, event, effect or circumstance which, individually or in the aggregate, has resulted in or would reasonably be expected to result in a material adverse effect on the business, financial condition or results of operations of the Company and its Subsidiaries, taken as a whole; provided, however, that changes, events, effects or circumstances which, directly or indirectly, to the extent they relate to or result from the following shall be excluded from, and not taken into account in, the determination of Company Material Adverse Effect: (i) **any condition, change, effect or circumstance generally affecting any of the industries or markets in which the Company or its Subsidiaries operate;** (ii) any change in any Law or GAAP (or changes in interpretations of any Law or GAAP); (iii) general economic, regulatory or political conditions (or changes therein) or conditions (or changes therein) in the financial, credit or securities markets (including changes in interest or currency exchange rates) in the United States or any other country or region in the world; (iv) any acts of God, force majeure events, natural disasters, terrorism, cyberattack, data breach, armed hostilities, sabotage, war or any escalation or worsening of any of the foregoing; (v) any epidemics, pandemics or contagious disease outbreaks (including COVID-19) and any political or social conditions, including civil unrest, protests and public demonstrations or any other COVID-19 Measures that relate to, or arise out of, an epidemic, pandemic or disease outbreak (including COVID-19)

or any change in such COVID-19 Measures, directive, pronouncement or guideline or interpretation thereof, or any continuation or of any of the foregoing, in the United States or any other country or region in the world; (vi) the negotiation, execution, announcement, performance, consummation or existence of this Agreement or the transactions contemplated by this Agreement, including (A) by reason of the identity of Elon Musk, Parent or any of their Affiliates or their respective financing sources, or any communication by Parent or any of its Affiliates or their respective financing sources, including regarding their plans or intentions with respect to the conduct of the business of the Company or any of its Subsidiaries and (B) any litigation, claim or legal proceeding threatened or initiated against Parent, Acquisition Sub, the Company or any of their respective Affiliates, officers or directors, in each case, arising out of or relating to the this Agreement or the transactions contemplated by this Agreement, and including the impact of any of the foregoing on any relationships with customers, suppliers, vendors, collaboration partners, employees, unions or regulators; (vii) any action taken pursuant to the terms of this Agreement or with the consent or at the direction of Parent or Acquisition Sub (or any action not taken as a result of the failure of Parent to consent to any action requiring Parent's consent pursuant to Section 6.1); (viii) **any changes in the market price or trading volume of the Company Common Stock, any failure by the Company or its Subsidiaries to meet internal, analysts' or other earnings estimates or financial projections or forecasts for any period, any changes in credit ratings and any changes in any analysts' recommendations or ratings with respect to the Company or any of its Subsidiaries (provided that the facts or occurrences giving rise to or contributing to such changes or failure that are not otherwise excluded from the definition of**

“Company Material Adverse Effect” may be taken into account in determining whether there has been a Company Material Adverse Effect); and (ix) any matter disclosed in the Company SEC Documents filed by the Company prior to the date of this Agreement (other than any disclosures set forth under the headings “Risk Factors” or “Forward-Looking Statements”)¹⁹⁷. (Grifo nosso)

Reforça, neste sentido, que sendo o Contrato de Aquisição negociado em bases *seller-friendly*, foram diversas as exclusões ao conceito de alteração material adversa aceitas pelos compradores, de forma que eventual falha em alcançar as projeções financeiras não seria suficiente para autorizar o término do Contrato, exceto se esta resultasse de uma alteração material adversa independente. Além disso, para fins argumentativos, o Twitter sustentou que eventual empecilho no financiamento do Preço de Aquisição não poderia escusar o fechamento por parte dos compradores, tampouco a exigência de uma *due diligence*, diante da disposição expressa no Contrato de Aquisição de que os compradores conduziram uma investigação independente e satisfatória e que, ao determinar o seu interesse na transação, basearam-se apenas na sua análise independente. Ainda, foram excluídas quaisquer declarações e garantias implícitas, além daquelas expressamente realizadas pela companhia-alvo.

7. A ANÁLISE DOS PRECEDENTES VIS-À-VIS O CASO TWITTER, INC. V. ELON R. MUSK

Nos casos anteriormente analisados pela *Chancery Court* relacionados à alteração material adversa, a Corte não reconheceu haver justificativa ao término do respectivo contrato de aquisição em situações em que o comprador simplesmente se arrependia da operação após tendências negativas, porém cíclicas e previsíveis, ou

¹⁹⁷ *Ibid.* p. 5.

efeitos negativos que se impusessem não apenas sobre a empresa-alvo, mas sobre todo o mercado em que ela se encontrava. Além disso, estabeleceu-se que um “soluço” de curto prazo nos resultados financeiros não seria suficiente, devendo-se analisar a alteração material adversa sob a perspectiva de longo prazo de um adquirente razoável. A intenção do Tribunal era, portanto, de desencorajar iniciativas de compradores arrependidos de escapar ao cumprimento do contrato. Desta forma, o desafio do Sr. Musk e seu grupo econômico de compradores seria de afastar essas hipóteses.

Para se determinar a existência de alterações materiais adversas, nas demandas anteriores a Corte conferiu atenção central à queda no desempenho financeiro da companhia-alvo, tendo sido fixado o entendimento de que tal declínio deveria ser material por longo prazo, considerando-se um período de anos e não meses. No caso *Akorn*, especificamente, a Corte inclusive fixou um percentual numérico de 40% de queda na performance financeira como critério para existência de uma alteração material adversa genérica e, na mesma linha, estabeleceu o impacto econômico da violação de uma declaração e garantia, considerando o custo para remediar tal falha, em 20% sobre o valor da avaliação da empresa, como capaz de ensejar uma MAC. Seguindo esta linha, neste caso teve-se em conta que os motivos que conduziram a tais quedas financeiras seriam duradouros (perda de contratos relevantes e concorrência), podendo-se razoavelmente esperar que não se resolveriam em curto período. Tais referenciais, ainda que não vinculantes, poderiam ser utilizados pela Corte como parâmetro para análise do caso *Twitter*.

No entanto, no presente caso, o Sr. Musk não arguiu na notificação de término do Contrato a redução do desempenho financeiro do *Twitter*, mas aventou que estava analisando se esta poderia ser mais um elemento adicional à alteração material adversa que já estaria presente e relacionada às contas falsas. Assim, caso a demanda fosse a julgamento e os compradores não demonstrassem quedas dramáticas, inesperadas e *company specific* nos resultados do *Twitter*, o seu argumento quanto à existência de uma alteração material adversa

restaria gravemente enfraquecido. Quanto à duração das potenciais reduções financeiras, o Sr. Musk precisaria demonstrar que a sua causa (relacionada às contas falsas, ou não) teria efeitos duradouros sobre os resultados econômicos do Twitter, o que tampouco foi levantado na notificação.

De toda forma, diante de tal sinalização dos compradores de que eventualmente trariam um argumento relacionado à redução de resultados financeiros, o Twitter se posicionou na *Complaint* lembrando que o Contrato de Aquisição expressamente excluiu das hipóteses que poderiam ocasionar uma MAC, na lista de *carve-outs*, as alterações que afetassem o mercado do Twitter de forma geral, bem como quedas no valor das ações desta e na suas estimativas internas de receitas ou projeções financeiras (*carve-outs* na cláusula MAC “i” e “viii¹⁹⁸”).

Tendo em vista os posicionamentos anteriores da Corte, se a demanda fosse julgada seria provável que o argumento do Twitter se sustentasse, notadamente porque as partes expressamente acordaram tais exclusões na negociação célere que tiveram. Observe-se, nesta linha, que a construção da cláusula MAC na negociação entre o Sr. Musk e o Twitter certamente teve em conta os precedentes da *Court of Chancery*, já que especificamente se ocupou de excluir das hipóteses de alteração material adversa o critério financeiro, que foi determinante nos casos anteriores, notadamente em *Frenesius v. Akorn* em que se reconheceu a MAC.

No que concerne à negociação, especial atenção tem sido conferida pela *Court of Chancery* ao histórico da construção do

198 Vide o texto dos *carve-outs* referidos: “(i) any condition, change, effect or circumstance generally affecting any of the industries or markets in which the Company or its Subsidiaries operate; (...) viii) any changes in the market price or trading volume of the Company Common Stock, any failure by the Company or its Subsidiaries to meet internal, analysts’ or other earnings estimates or financial projections or forecasts for any period, any changes in credit ratings and any changes in any analysts’ recommendations or ratings with respect to the Company or any of its Subsidiaries (provided that the facts or occurrences giving rise to or contributing to such changes or failure that are not otherwise excluded from the definition of “Company Material Adverse Effect” may be taken into account in determining whether there has been a Company Material Adverse Effect)”.

acordo entre as partes e da redação final ajustada no Contrato. Neste sentido, destaca-se como no caso Akorn os fatos do caso foram objeto de cuidadoso escrutínio na determinação da existência de uma MAC. Portanto, ainda que munida de diversos critérios criados em precedentes passados para análise de uma MAC relacionada a desempenho financeiro, a exclusão desta do Contrato de Aquisição deveria ser suficiente para pôr fim à questão.

Nota-se, ainda, com base nas decisões prévias, que se estabeleceu que a cláusula MAC deve ser interpretada como uma barreira a proteger os compradores da ocorrência de eventos desconhecidos. Assim, a Corte decidiu, no caso Akorn, que se as partes desejam excluir das declarações e garantias determinados itens ou eventos conhecidos, eles devem fazê-lo mediante a técnica comum de qualificar tais declarações e garantias para excluir questões listadas nos correspondentes anexos. No caso em análise, adotou-se a mesma técnica em relação à Cláusula MAC, tendo-se excluído expressamente (por meio da lista dos *carve-outs*) os efeitos decorrentes das informações prestadas à SEC que, portanto, não podem ser invocadas como causa para uma alteração material adversa¹⁹⁹. Isso porque as partes de fato excluíram expressamente tal hipótese no Contrato de Aquisição, de forma a impossibilitar que o volume de contas falsas informadas nos relatórios à SEC fossem um gatilho para tal efeito.

Assim, ainda que a perspectiva do resultado final da disputa não fosse positiva para os compradores, notadamente diante das proteções aos vendedores acordadas no Contrato *seller-friendly*, observa-se que a sua estratégia de término e de invocar a cláusula MAC pode ter sido inspirada no precedente fixado no caso Akorn. Nele, os compradores alegaram falha na condição precedente de manutenção do curso ordinário dos negócios, já que esta abre uma ampla gama de itens a serem analisados pela Corte e poderia ensejar a dúvida se tal curso

199 Vide o texto do carve-out referido: (ix) any matter disclosed in the Company SEC Documents filed by the Company prior to the date of this Agreement (other than any disclosures set forth under the headings “Risk Factors” or “Forward-Looking Statements”).

ordinário deve ser determinado com base nos negócios da companhia-alvo ou nos negócios do comprador. Naquela disputa, a Frenesius também exigiu informações pós-assinatura com base na condição precedente de informação e cooperação quando recebeu as denúncias anônimas, o que permitiu que esta conduzisse uma investigação detalhada e obtivesse dados confidenciais que, em última análise, serviram para permitir que ela fundamentasse a existência de uma MAC. Assim, os compradores do Twitter estavam seguindo a mesma estratégia para obter dados sobre as contas falsas e o seu detalhamento para tentar fundamentar a existência da alteração material adversa.

Ainda que o caso tenha sido resolvido com a decisão dos compradores de concluir a operação nos termos do Contrato de Aquisição, o desenrolar do caso apontava para a organização dos argumentos e estratégia das partes com vistas aos precedentes fixados pela *Court of Chancery*.

Resta claro, por fim, que o Contrato de Aquisição negociado em bases *seller-friendly*, notadamente no conceito de MAC e suas exclusões, desencorajaram os compradores de seguirem na disputa e culminaram no desfecho favorável aos vendedores.

REFERÊNCIAS

Complaint apresentada à Court of Chancery of Delaware pelo Twitter, Inc. em face de X Holdings I, Inc, X Holdings II, Inc. e Elon R. Musk. Disponível em <https://www.documentcloud.org/documents/22084462-twitter-v-elon-musk-complaint>

Court of Chancery. *Akorn v. Frenesius* (Del. Ch. 2018). Disponível em <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=279250>

Court of Chancery. *Hexion Specialty Chemicals v. Huntsman Corp.*, 2008 WL 445744 (Del. Ch. Sept. 29, 2008). Disponível em <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=112500>.

Court of Chancery. *In re IBP, INC. Shareholders Litigation*, 789 A,2d, 14 (Del. Ch. 2001). Disponível em <https://case-law.vlex.com/vid/in-re-ibp-inc-889891188>.

DA SILVA, Jorge Cesa Ferreira: Cláusulas MAC ou MAE no Direito Brasileiro. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 383-400.

Formal Notice of termination enviada por X Holdings I, Inc, X Holdings II, Inc. e Elon R. Musk ao Twitter, Inc. Disponível em https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1418091/000110465922078413/tm2220599d1_ex99-p.htm

GLASSER, Joshua M., SLACK, Richard. **The Material Adverse Effect Landscape after Akorn v. Frenesius**. Weil Securities Litigation Alert, Weil, Gotshal & Manges LLP, October 30, 2018. Disponível em https://www.weil.com/~media/mailings/2018/q3/securities_litigation_alert_18_10_30_02.pdf

KOTRAN, Stephen M.; MURISON, Lisa A.; MACDONALD, Allison H. Sullivan & Cromwell LLP. **Material Adverse Change Provisions: Mergers and Acquisitions**. Thomson Reuters: Practical Law Company. Disponível <http://us.practicallaw.com/9-386-4019>

LEVI-MINZI, Maurizio; PARGENDLER, Mariana; GOUVÊA, Carlos Portugal. **Fusões e Aquisições: pareceres**. São Paulo: Almedina, 2022.

LISTOKIN, YAIR. **The Empirical Case for Specific Performance: Evidence from the Tyson-Ibp Litigation** (1º de março de 2005). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=679874>

MARTINS-COSTA, Judith, SILVA, Paula Costa. **Crise e Perturbações no Cumprimento da Prestação: estudo de direito comparado luso-brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 127-139.

Merger Agreement entre Twitter, Inc. e X Holdings I, Inc, X Holdings II, Inc. e Elon R. Musk. U.S. Securities and Exchange Commission. FORM 8-K. Current Report. Disponível em <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1418091/000119312522120474/d310843ddefa14a.htm>

SCHREIBER, Anderson. **Equilíbrio contratual e o dever de renegociar**. São Paulo: Saraiva, 2018.

TALLEY, Eric L., **On Uncertainty, Ambiguity, and Contractual Conditions**. Delaware Journal of Corporate Law (DJCL), Vol. 34, No. 3, 2009, UC Berkeley Public Law Research Paper No. 1503088. Disponível emt SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1503088>.