

Las cláusulas de cambios adversos relevantes en las adquisiciones de empresas

Marian Gili Saldaña

Facultad de Derecho
Universitat Pompeu Fabra

*Abstract*¹

Las cláusulas de cambios adversos relevantes (Material Adverse Change Clauses) han sido objeto de un tratamiento doctrinal y jurisprudencial exhaustivo en los EUA –sobre todo a partir de su interpretación por la Equity Court of Delaware en In re IBP, Inc. Shareholders Litigation [789 A. 2d 14 (Del. Ch. 2001)]– y en el Reino Unido –tras la interpretación del Takeover Panel en WPP Group PLC v. Tempus Group PLC (Statement 2001/15, Nov. 6, 2001)–. En España, aunque es cada vez más frecuente encontrarlas en los contratos de compraventa de empresas, han recibido escasa o nula atención por parte de la doctrina y la jurisprudencia, poniendo de relieve la necesidad de un estudio sobre su configuración actual, los problemas derivados de su interpretación y sus principales funciones en ese tipo de contratos.

Legal scholars and case law have deeply dealt with Material Adverse Change Clauses in USA –especially after their interpretation by the Equity Court of Delaware in In re IBP, Inc. Shareholders Litigation [789 A. 2d 14 (Del. Ch. 2001)]– and the United Kingdom –after their interpretation by the Takeover Panel in Group PLC v. Tempus Group PLC (Statement 2001/15, Nov. 6, 2001)–. Despite being more frequently included in Spanish business purchase agreements, Material Adverse Change Clauses have received little or no attention by both Spanish legal scholars and case law, demonstrating that a study about their configuration, the problems derived from their interpretation and their main functions in these agreements is needed.

Title: Material Adverse Change Clauses in Business Purchase Agreements

Palabras clave: cambio adverso relevante, excepciones, adquisiciones de empresas, manifestaciones y garantías, doctrina de la frustración del contrato, riesgos exógenos, riesgos endógenos, renegociación

Keywords: material adverse change, carve outs, business purchase agreements, representations and warranties, doctrine of frustration, exogenous risks, endogenous risks, renegotiation

¹ Este comentario se enmarca en la ayuda concedida por la *Agència de Gestió d'Ajuts Universitaris i de Recerca* al *Grup de recerca en Dret Patrimonial* (2009 SGR 1535), coordinado por el Prof. Dr. Joan EGEA FERNÁNDEZ.

Sumario

1. **Introducción**
2. **Cláusulas MAC**
 - 2.1. **Concepto, evolución y causas de transformación**
 - 2.2. **Estructura**
 - 2.3. **Contenido**
 - 2.4. **Funciones**
 - 2.4.1. **Las cláusulas MAC como mecanismos que permiten señalar la calidad de la compañía objetivo**
 - 2.4.2. **Las cláusulas MAC como mecanismos que incentivan la realización de inversiones específicas**
 - 2.4.3. **Las cláusulas MAC como mecanismos para asignar riesgos**
3. **Conclusiones**
4. **Tabla de sentencias citadas**
5. **Bibliografía**

1. Introducción

En el periodo de tiempo que media entre la firma del contrato de compraventa y el cierre de la operación –periodo interino–, las condiciones contractuales que han sido determinantes de la voluntad de contratar se pueden ver afectadas por factores de carácter interno y/o externo, surgiendo la necesidad de decidir si el comprador continúa obligado a cerrar la operación y pagar el precio de venta acordado o, por el contrario, puede abandonar el contrato –o, como suele ser más habitual, renegociar los términos del mismo– sin incurrir en responsabilidad por incumplimiento contractual.

La doctrina de la frustración del contrato ha sido utilizada tradicionalmente para dispensar a las partes contratantes del cumplimiento de sus obligaciones cuando concurren circunstancias sobrevenidas e imprevisibles en el momento de la celebración del contrato que impiden o hacen excesivamente oneroso su cumplimiento. Bajo estas circunstancias, la parte que pretende quedar liberada del cumplimiento de sus obligaciones debe acreditar que la razón principal de la celebración del contrato se ha frustrado completamente –o casi completamente– como consecuencia de un acontecimiento extraordinario y ajeno a su esfera de control o su propia culpa².

La doctrina de la frustración del contrato tiene su origen en el caso inglés *Taylor v. Caldwell* ([1863] 3 B. & S. 826). En el caso, Caldwell había celebrado un contrato con Taylor por el cual le cedía el uso de una sala de conciertos durante cuatro días a cambio de 100 libras/día. El día previo al estreno, la sala de conciertos quedó completamente destruida como consecuencia de un incendio. El tribunal exoneró de responsabilidad al demandado por entender que los contratos cuyo cumplimiento dependía de la existencia permanente de una cosa incluían una condición tácita de resolución en caso de pérdida de la misma.

Durante años, el ámbito de aplicación de la doctrina de la frustración del contrato se circunscribió a los casos de destrucción física del objeto del contrato. Dicho ámbito de aplicación se extendió a la frustración de los motivos determinantes de su celebración en *Krell v. Henry* ([1903] 2 K.B. 740). Con ocasión de la coronación del rey Eduardo VII, Krell había arrendado a Henry una habitación con vistas a *Pall Mall*, una de las avenidas por donde desfilaría la comitiva real. Sin embargo, el monarca enfermó y el desfile tuvo que posponerse, por lo que Henry se negó a pagar la renta acordada. Para el Tribunal, la desaparición de los motivos determinantes de la celebración del contrato comportaba la resolución del mismo y, por tanto, la liberación del arrendatario de su obligación de pago.

En la práctica, la rigidez con que los tribunales han aplicado la doctrina de la frustración del contrato ha llevado a los operadores jurídicos a crear cláusulas³ que, relajando algunos de los presupuestos de aplicación de dicha doctrina, permiten proteger a las partes frente a cambios de

² En la actualidad, la doctrina de la frustración del contrato se encuentra regulada en el art. 265 del *Restatement (Second) of Contracts* (1981): “Where, after a contract is made, a party’s principal purpose is substantially frustrated without his fault by the occurrence of an event the non-occurrence of which was a basic assumption on which the contract was made, his remaining duties to render performance are discharged, unless the language or the circumstances indicate the contrary”.

³ Para algunos ejemplos de cláusulas que cumplen funciones análogas a la doctrina de la frustración del contrato puede verse SCHWARTZ (2010, pp. 812 y ss.).

circunstancias que impiden alcanzar el fin económico-jurídico perseguido con el contrato. En el ámbito de las compraventas de empresas, estas cláusulas se suelen denominar cláusulas de cambios –o efectos– adversos relevantes (*Material Adverse Changes –o Effects– Clauses*; en adelante, cláusulas MAC).

Las cláusulas MAC han sido objeto de un tratamiento doctrinal y jurisprudencial exhaustivo en los países del *Common Law* y, muy especialmente, en los EUA, donde la práctica totalidad de los acuerdos de fusión y adquisición de empresas incluyen cláusulas de este tipo.

Según los resultados del último estudio de NIXON PEABODY [2012 NIXON PEABODY MAC SURVEY (2012, p. 3)], un 89% de los acuerdos de adquisición de empresas celebrados en los EUA entre el 1 de junio de 2011 y el 31 de mayo de 2012, cuyo valor excedía los 100 millones de dólares, incluían cláusulas MAC.

En España, aunque es cada vez más frecuente encontrarlas en los contratos de compraventa de empresas, han recibido escasa o nula atención por parte de la doctrina y la jurisprudencia, más allá de la discusión acerca de su naturaleza jurídica (condiciones suspensivas o resolutorias, cláusulas *rebus sic stantibus*, etc.). Aunque no es una cuestión que vaya a abordarse en este trabajo, la calificación de las cláusulas MAC dependerá en último extremo del tenor con el que hayan sido incorporadas al contrato. En ocasiones operarán como condiciones resolutorias o suspensivas. En otras, el advenimiento de un cambio adverso supondrá un incumplimiento contractual al que las partes habrán asociado remedios específicos –típicamente, una indemnización de daños y perjuicios o el reajuste a la baja del precio de compra.

2. Cláusulas MAC

2.1. Concepto, evolución y causas de transformación

Las cláusulas MAC facultan al comprador a terminar el contrato y no proceder con la adquisición –o, en su caso, a renegociar los términos del mismo– cuando entre el momento de la firma del contrato y el del cierre de la operación se producen circunstancias, acontecimientos, cambios o efectos que, individualmente o en su conjunto, afectan o podrían razonablemente afectar, de manera adversa y relevante, a la compañía objeto de adquisición (en adelante, compañía objetivo)⁴. Dicha facultad se suele atribuir también al vendedor cuando las operaciones consisten en intercambios de acciones (*stock-for-stock transactions*), o de acciones y dinero (*cash-and-stock deals*), pues una pérdida de valor de las acciones del comprador puede repercutir muy negativamente en las ganancias que vayan a percibir los accionistas de la compañía adquirida⁵.

Junto a este tipo de cláusulas, los contratos de compraventa de empresas suelen prever otros

⁴ En este sentido, ZERBE (2002, p. 18), GALIL (2002, p. 847), GRECH (2003, p. 1484), TAYLOR (2003, p. 586), HOOLEY (2003, pp. 305-306), HALL (2003, p. 1063), GILSON/SCHWARTZ (2005, p. 330), CICALLELLA (2007, pp. 423-424), MILLER (2008, p. 2012), CHOI/TRIANTIS (2010, p. 865), ELKEN (2009, p. 292) MACIAS (2011, p. 2), DENIS/MACIAS (2012, p. 3).

⁵ GRECH (2003, pp. 1487-1488), MILLER (2008, p. 2037). Puede verse un ejemplo de este supuesto en *Pacheco v. Cambridge Tech. Partners (Mass.), Inc.* [(85 F. Supp. 2d 69 (D. Mass. 2000)].

mecanismos –típicamente, el pago de una indemnización de daños y perjuicios– para que el comprador pueda terminar el contrato: en *Hexion Speciality Chemicals Inc. v. Huntsman Corp.* [965 A.2d 715 (Del. Ch., 2008)], la cláusula MAC iba acompañada de una indemnización por terminación inversa (*reverse break-up fee*) y una cláusula penal de 325 millones de dólares; en *SLM Corporation v. J.C. Flowers II L.P., et al.* [C.A. No. 3279-VCS, 34 (Del. Ch. Oct. 22, 2007)], por una indemnización por terminación inversa (*reverse break-up fee*) de 900 millones de dólares; y, en el caso que enfrentó al *Gores Group* con *Pep Boys – Manny, Moe & Jack*, por una indemnización por terminación (*break-up fee*) de 50 millones de dólares. Los compradores tendrán pocos incentivos a alegar e impugnar judicialmente la interpretación de las cláusulas MAC cuando la cuantía de la indemnización por terminación sea modesta; sí los tendrán, en cambio, cuando la indemnización acordada sea elevada⁶.

El origen de las cláusulas MAC se remonta a los contratos de compraventa de empresas celebrados en los EUA en los años cuarenta del siglo pasado⁷, si bien su presencia más o menos activa en este tipo de contratos, así como su estructura y contenido, han sido oscilantes. En sus orígenes, las cláusulas MAC eran disposiciones estándar breves, que recibían escasa atención de las partes contratantes. En la década de los noventa iniciaron un proceso de transformación que derivó en cláusulas MAC muy complejas y detalladas, que solían ir acompañadas de muchas excepciones (*carve outs*) y que acaparaban buena parte de la atención de los negociadores durante la fase de tratos preliminares⁸. Entre las posibles causas que explicarían esta transformación estarían las crisis financieras de los últimos años, los ataques terroristas del 11 de septiembre de 2001, el paso del huracán Katrina en el 2005, los escándalos financieros derivados de los casos Enron y Worldcom, y la explosión de la burbuja inmobiliaria⁹; asimismo, el incremento de las operaciones de fusión y adquisición entre compañías del sector de la alta tecnología con sede en Silicon Valley en la década de los noventa del siglo pasado, las fluctuaciones de los mercados de capitales y las sentencias de los tribunales estadounidenses –sobre todo, de los tribunales de Delaware– que han interpretado las cláusulas MAC incluidas en contratos de compraventa de empresas.

⁶ CHOI/TRIANTIS (2010, p. 876).

⁷ FULD (1947, p. 1105).

⁸ Para algunos autores, la configuración actual de las cláusulas MAC podría aumentar los costes de transacción, impedir la celebración y/o el cierre de operaciones de adquisición y afectar a la transparencia del mercado de valores [ELKEN (2009, pp. 293-294)].

⁹ Para ELKEN (2009, pp. 308-309), tales circunstancias explicarían la naturaleza de las cláusulas MAC pero no las razones de su transformación. De lo contrario, no se entendería por qué otros acontecimientos externos a la compañía, también relevantes y anteriores en el tiempo (por ejemplo, la Segunda Guerra Mundial, la Guerra del Vietnam o la crisis del petróleo de los años setenta), no tuvieron ningún efecto en la configuración de dichas cláusulas.

Aunque los primeros pronunciamientos de los tribunales estadounidenses sobre la interpretación de las cláusulas MAC datan de los años setenta del siglo XX¹⁰, es cuestión pacífica en la doctrina que el *leading case* en la materia es *In re IBP, Inc. Shareholders Litigation* [789 A. 2d 14 (Del. Ch. 2001)].

Los hechos de este caso eran los siguientes: en enero de 2001, Tyson Foods firmó un contrato de fusión con IBT que incluía una cláusula MAC sin excepciones. Tras la firma del contrato, Tyson Foods alegó que, durante el primer trimestre de 2001, IBT solo había ganado 0,19 dólares/acción en lugar de los 1,93 dólares/acción previstos, un 64% menos que en el mismo trimestre del año anterior. La *Delaware Chancery Court* negó que se hubiera producido un cambio adverso relevante en IBT y condenó a Tyson Foods a cerrar la operación. Para poder apreciar un cambio adverso relevante no bastaba con que la compañía sufriera un revés a corto plazo, sino que era necesario que se produjera un contratiempo relevante para un comprador razonable a largo plazo, valorado en años y no meses.

Los tribunales ingleses también han tenido la oportunidad de interpretar las cláusulas MAC previstas en contratos de compraventa de empresas.

Uno de los pocos casos en que se ha apreciado un cambio adverso relevante es *Levinson v. Farin* ([1978] 2 All E.R. 1149). Levinson Co. era una compañía del sector de la moda que se dedicaba a la comercialización de las prendas diseñadas por L. El diseñador L cayó enfermo y la compañía comenzó a sufrir pérdidas. Los accionistas de Levinson Co. decidieron vender la compañía y entablaron negociaciones con Farin. Levinson Co. informó al potencial comprador de la enfermedad del diseñador, de que no se había diseñado la nueva colección y de que la compañía estaba pasando por un mal momento económico. Farin accedió a comprar la compañía e hizo constar en el contrato de compraventa la siguiente manifestación y garantía: “salvo lo que se haya revelado entre la fecha del balance y la fecha del cierre, no habrá ningún otro cambio adverso relevante en el valor total de los activos netos de la compañía teniendo en cuenta las fluctuaciones normales del mercado”. Cuando Farin tomó el control de la compañía descubrió un cambio adverso de 8.600 libras y se negó a pagar el precio acordado. El tribunal consideró que, a falta en el contrato de una definición de “relevante” (*material*), una reducción de casi el 20% del valor neto de los activos de la compañía objetivo en un plazo de cuatro meses constituía un cambio adverso relevante. Se trataba de una reducción excepcional en la empresa, que nunca antes se había producido, ajena a cualquier “fluctuación normal del mercado” y que no había sido específicamente revelada por la compañía vendedora.

¹⁰ Véanse, entre otros, *Pittsburgh Coke & Chemical Co. v. Bollo* [421 F. Supp. 908 (E.D.N.Y. 1976)]; *Bear Stearns Cos. v. Jardine Strategic Holdings Ltd.* [533 N.Y.S.2d 167 (App. Div. 1988)]; *Raskin v. Birmingham Steel Corp.* [Del. Ch., 1990 WL 193326 (Dec. 4, 1990)]; *Polycast Technology Corp. v. Uniroyal, Inc.* [792 F. Supp. 244 (S. D. N. Y. 1992)]; *Pan Am Corp. v. Delta Air Lines, Inc.* [175 B.R. 438 (S.D.N.Y. 1994)]; *Pine State Creamery, Co. v. Land-O-Sun Dairies* [201 F.3d 437 (4th Cir. 1999)]; *Goodman Mfg. Co. L.P. v. Raytheon Co.* [No. 98-CV-2774, 1999 WL 681382 (S.D.N.Y. Aug. 31, 1999)]; *In re Digital Resource, LLC* [246 B.R. 357 (8th Cir. B.A.P. Mar 31, 2000)]; *Pacheco v. Cambridge Tech. Partners (Mass.), Inc.* [85 F. Supp. 2d 69 (D. Mass. 2000)]; *S.C. Johnson & Son, Inc. v. DowBrands, Inc.* [167 F. Supp. 2d 657 (D. Del. 2001)].

Sin embargo, ha sido el *Takeover Panel* inglés quien ha desempeñado el papel más destacado en la interpretación de las cláusulas MAC previstas en ofertas públicas de adquisición gracias a su pronunciamiento en el caso *WPP Group PLC v. Tempus Group PLC (Statement 2001/15, Nov. 6, 2001)*¹¹. En agosto de 2001, la compañía publicitaria británica WPP lanzó una oferta para la adquisición de Tempus, otra compañía del sector de la publicidad. Sin embargo, tras los ataques terroristas del 11 de septiembre de 2001, pretendió retirar su oferta alegando la aplicabilidad de la cláusula MAC. El *Takeover Panel* señaló que las cláusulas MAC solo se podían invocar frente a cambios adversos relevantes que afectaran a la finalidad principal de la operación y que fueran asimismo determinantes de la frustración del contrato. Desde este punto de vista, los acontecimientos del 11 de septiembre de 2001 habían sido excepcionales e imprevisibles, pero no tenían unos efectos sobre las expectativas de ganancias de Tempus distintos de los que se podrían haber derivado de un declive en la economía o en el sector de la publicidad.

La interpretación del *Takeover Panel* generó un profundo malestar en la doctrina, pues dejaba a las cláusulas MAC sin un contenido propio, distinto del de la doctrina de la frustración del contrato. De ahí que, en el 2004, el *Takeover Panel* matizara su doctrina anterior y afirmara que, si bien no era necesario que los cambios adversos comportaran la frustración del contrato, debían ser importantes y afectar a la finalidad principal de la operación (*Practice Statement No. 5 – The Takeover Panel*).

2.2. Estructura

Los contratos de compraventa de empresas suelen definir “cambio adverso relevante” en el apartado destinado a las *Definiciones* e incluir las cláusulas MAC propiamente dichas en las listas de manifestaciones y garantías¹². En ellas, los vendedores garantizan que, desde una determinada fecha, no se han producido cambios adversos relevantes, esto es, acontecimientos, hechos o circunstancias que, individualmente o en su conjunto, afectan o pueden razonablemente afectar, de manera adversa y relevante, a la compañía objetivo y/o a sus filiales, o al negocio, la situación financiera, las operaciones, los activos, los pasivos o las expectativas de ganancias de dicha compañía. En cualquier caso, nada impediría que las cláusulas MAC se diseñaran de tal forma que, no solo garantizaran la inexistencia de cambios adversos en la situación económico-financiera de la compañía, sino también en otro tipo de situaciones (por ejemplo, en las relaciones de la compañía con sus clientes, o con sus distribuidores, etc.¹³).

¹¹ Un análisis de este caso puede verse en ELKEN (2009, pp. 322 y ss.) y HOOLEY (2003, pp. 322 y ss.).

¹² Las manifestaciones y garantías son aquel conjunto de declaraciones, creencias o predicciones sobre la compañía objetivo, realizadas normalmente por el vendedor a favor del comprador, cuyo principal efecto consiste en asignar al vendedor los riesgos previstos por ese conjunto de declaraciones, creencias o predicciones, con independencia de que el comprador los haya podido descubrir durante el proceso de *due diligence* [HERNANDO CEBRIÁ (2005, pp. 350 y 429-430); GÓMEZ POMAR (2007, p. 33); CARRASCO PERERA (2010, p. 286); AGUAYO (2011, pp. 37 y ss.).

¹³ Véanse, entre otros, *Jesse v. HSFL Acquisition Co. LLC* [2009 WL 1086474 (D. Minn. Apr. 22, 2009)] y *Transcomp Systems, Inc. v. P.C. Scale Inc.* [2010 WL 3187426 (C.D. Cal. Aug. 10, 2010)].

En ocasiones, la definición de cambio adverso relevante puede servir de punto de referencia para valorar si el vendedor ha cumplido otras manifestaciones y garantías. Así, por ejemplo, cuando el vendedor manifiesta y garantiza que “la compañía objetivo ha cumplido todas las normas medioambientales, salvo aquéllas que no tienen un efecto adverso relevante”, está dando a entender que los incumplimientos poco importantes serán irrelevantes a la hora de apreciar su posible responsabilidad por incumplimiento contractual.

De acuerdo con lo anterior, una cláusula MAC típica se redactaría del siguiente modo:

“El vendedor realiza las siguientes declaraciones y garantías a favor del comprador: (...) Que no se ha producido ningún cambio adverso relevante en la compañía y sus filiales globalmente consideradas, o en el negocio, las operaciones, las acciones, la situación (financiera, comercial u otra), las ganancias (o expectativas de ganancias) de la compañía objetivo en su conjunto, o cualquier otro acontecimiento o circunstancia que pueda resultar en dicho cambio adverso relevante, salvo aquéllos que se deriven de:

- 1. Cambios en el mercado de valores, en los tipos de interés, en los tipos de cambio, en los precios de las materias primas u otras condiciones económicas de carácter general;*
- 2. Cambios en las condiciones que generalmente afectan a su sector;*
- 3. Cambios normativos o en las prácticas contables generalmente aceptadas;*
- 4. Cuestiones reveladas en la carta de revelación de información o en los documentos relativos a la adquisición; o*
- 5. La propia operación o el cambio de control derivado de la operación,*
salvo que las circunstancias previstas en los párrafos 1 a 3 afecten desproporcionadamente a la compañía objetivo en relación con el resto de compañías (similares) que operan en el sector”.

La veracidad de esta manifestación y garantía se suele exigir, a su vez, como condición de cierre de la operación (*bring-down condition*)¹⁴, asegurándose de este modo que el comprador pueda terminar el contrato –y solicitar, en su caso, una indemnización de daños y perjuicios– si, tras la firma del mismo, pero antes del cierre de la operación, se produce un cambio adverso relevante en la compañía objetivo.

2.3. Contenido

Las partes, en virtud de su autonomía privada, pueden redactar cláusulas MAC amplias o pueden circunscribir su ámbito de aplicación –mediante el establecimiento de estándares de relevancia (*materiality*), cifras, limitaciones temporales, excepciones (*carve outs*), etc.– a unos determinados cambios adversos relevantes.

Sin embargo, esta autonomía se encuentra limitada cuando las cláusulas MAC se incluyen en ofertas de adquisición de sociedades cotizadas pues, en estos casos, hay más intereses –no solo los de la propia sociedad, sino también los de sus órganos de gobierno, trabajadores, accionistas, acreedores, etc.– que pueden verse afectados por la operación.

¹⁴ Algunos acuerdos van más allá y extienden su vigencia durante un periodo de tiempo posterior al cierre [GRECH (2003, pp. 1487-1488)].

En el Reino Unido, las cláusulas MAC previstas en las ofertas de adquisición de sociedades cotizadas se encuentran sujetas al régimen de los arts. 13.1 y 13.4 del *City Code on Takeovers and Mergers*¹⁵, y no pueden ir acompañadas de excepciones (*carve outs*)¹⁶. El art. 13.1 impide que las ofertas de adquisición puedan incluir cláusulas que permitan abandonar la operación con base en una decisión unilateral de los administradores¹⁷ y, el art. 13.4, prohíbe la invocación de dichas cláusulas cuando los hechos determinantes de su alegación no hayan sido significativos para el oferente en el contexto de la oferta¹⁸.

Las cláusulas MAC detalladas favorecen la seguridad jurídica y reducen la discrecionalidad de los tribunales que llevan a cabo su interpretación. Sin embargo, dejan a las partes a merced de la interpretación judicial cuando se han producido cambios adversos no previstos expresamente en dichas cláusulas¹⁹.

En *Gordon v. Dolin* [434 N.E.2d 341 (1982)], el tribunal negó que la compañía de Dolin hubiera sufrido un cambio adverso relevante después de que uno de sus mejores clientes cediera parte de su negocio a otro suministrador, pues el vendedor únicamente había garantizado que, hasta la fecha del cierre de la operación, no se había producido ningún cambio adverso relevante en su situación financiera, sus bienes inmuebles, sus acciones, sus responsabilidades, o su negocio, sin incluir una mención expresa a la pérdida de clientes. Asimismo, en *Borders v. KLRB, Inc.* [727 S.W.2d 357 (Tex. App. 1987)], el tribunal concluyó que un descenso en los índices de audiencia del 9,8% al 4,2% no constituía un cambio adverso relevante, pues KLRB, Inc. jamás había llegado a garantizar que la emisora fuera a mantener sus índices de audiencia entre el momento de la firma del contrato y el del cierre de la operación. Finalmente, en *Goodman Mfg. Co. L.P. v. Raytheon Co.* [No. 98-CV-2774, 1999 WL 681382 (S.D.N.Y. Aug. 31, 1999)], el tribunal entendió que el incumplimiento por Raytheon de su compromiso de tener lista una lavadora en la fecha acordada no constituía un cambio adverso relevante, pues el vendedor solo había garantizado que, desde la fecha de la firma del contrato, no se había producido ningún cambio adverso relevante en la “situación empresarial” –definida en el contrato como la “situación de las acciones” o la “situación financiera”– de la compañía adquirida, sin referirse en ningún momento a sus expectativas de

¹⁵ La situación es idéntica en Alemania, donde las adquisiciones de acciones cotizadas se encuentran sujetas a las limitaciones previstas en la *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*. Para un análisis del régimen jurídico previsto en esta normativa, véase HOPT (2010), pp. 572 y ss.).

¹⁶ Sobre los argumentos contrarios a la inclusión de excepciones véase el [Consultation Paper Issued By The Code Committee Of The Panel Conditions And Pre-Conditions Revision Proposals Relating To Rules 2.4, 2.5, 2.7, 9.3, 13, 23, 24.6, 34, 35.1 And 38.3 Of The Takeover Code](#), pp. 8-9.

¹⁷ “An offer must not normally be subject to conditions or pre-conditions which depend solely on subjective judgements by the directors of the offeror or of the offeree company (as the case may be) or the fulfilment of which is in their hands. The Panel may be prepared to accept an element of subjectivity in certain circumstances where it is not practicable to specify all the factors on which satisfaction of a particular condition or pre-condition may depend, especially in cases involving official authorisations or regulatory clearances, the granting of which may be subject to additional material obligations for the offeror or the offeree company (as the case may be)”.

¹⁸ “(a) An offeror should not invoke any condition or pre-condition so as to cause the offer not to proceed, to lapse or to be withdrawn unless the circumstances which give rise to the right to invoke the condition or pre-condition are of material significance to the offeror in the context of the offer. (...)”.

¹⁹ Algunas de las ventajas de las cláusulas vagas pueden verse en CHOI/TRIANTIS (2010), p. 891).

ganancias²⁰.

El vendedor dispone de varios mecanismos para limitar el ámbito de aplicación de las cláusulas MAC y, por tanto, la facultad del comprador de terminar el contrato. Un primer mecanismo sería la inclusión de estándares de relevancia. Sin embargo, en raras ocasiones las partes determinan, cualitativa o cuantitativamente, el nivel de importancia que deben alcanzar los cambios adversos para poder invocar la cláusula MAC²¹. Por lo general, se limitan a incluir definiciones vagas del término “relevante” (*material*) y dejan su interpretación en manos de los tribunales. Desgraciadamente, una interpretación judicial basada en las circunstancias del caso concreto, lejos de arrojar luz sobre la cuestión, no ha hecho más que generar un mayor grado de incertidumbre. A pesar de los esfuerzos de la *Chancery Court of Delaware* por fijar un estándar de relevancia uniforme, *In re IBP, Inc. Shareholders Litigation* [789 A.2d 14 (Del. Ch. 2001)] ha impuesto sobre el comprador una carga tan gravosa que impide que las cláusulas MAC prosperen pues, como la doctrina de la frustración, solo permiten terminar el contrato cuando el cambio de circunstancias ha destruido completamente –o casi completamente– el fin económico-jurídico perseguido con el mismo²².

De acuerdo con la doctrina del caso *In re IBP, Inc. Shareholders Litigation* [789 A.2d 14 (Del. Ch. 2001)], aquél que pretendiera liberarse del cumplimiento de sus obligaciones debía acreditar que se había producido un cambio adverso relevante que amenazaba de manera importante las futuras ganancias de la compañía durante un periodo de tiempo razonable considerado en años. Esta doctrina fue reiterada posteriormente en *Frontier Oil Corp. v. Holly Corp.* [2005 WL 1039027 (Del. Ch. 2005)] y *Hexion Speciality Chemicals Inc. v. Huntsman Corp.* [965 A.2d 715 (Del. Ch., 2008)]. En ambos casos, las compradoras fueron incapaces de satisfacer aquella carga probatoria: en el primero, porque no se pudo probar que el resultado y/o los gastos de defensa del procedimiento judicial iniciado por la activista Erin Brockovich contra una de sus filiales tuviera o pudiera tener un efecto adverso relevante en la compañía y, en el segundo, porque no se pudo demostrar que un descenso en el EBITDA de la primera y segunda mitad

²⁰ Véanse, asimismo, *Pacheco v. Cambridge Tech. Partners (Mass.), Inc.* [85 F. Supp. 2d 69 (D. Mass. 2000)] y *Pittsburg Coke & Chem. Co. v. Bollo* [421 F. Supp. 908 (E.D.N.Y. 1976)]. En cambio, en *Cendant Corp. v. Commonwealth General Corp.* [2002 Del. Super. LEXIS 251 (Del. Super. Ct. Aug. 28, 2002)], el tribunal entendió que, aunque la cláusula MAC prevista en el contrato de compraventa no garantizaba expresamente las expectativas de ganancias de la filial de Commonwealth General Corp., una referencia expresa a los cambios que “podían razonablemente afectar” de manera adversa y relevante a la compañía objetivo tenía un efecto equivalente.

²¹ En *Nip v. Checkpoint Sys., Inc.* [154 S.W.3d 767 (Tex. App. 2004)], un cambio adverso relevante se definió como aquél que afectaba a la situación, el negocio o las expectativas de ganancia de la compañía objetivo en una suma igual o superior a 50.000 dólares.

²² En el Reino Unido, el *Takeover Panel* ha negado que el comprador tenga que probar la frustración del contrato para poder invocar la cláusula MAC (véase *supra* apartado 2.1).

del 2008 en un 19,9% y un 22%, respectivamente, respecto del año anterior, pudieran tener dicho efecto²³.

Un segundo mecanismo para limitar la facultad de terminación del comprador sería la inclusión en la cláusula MAC de excepciones (*carve outs*) por cambios globales en la economía o en los mercados financieros, de crédito, de capitales o de valores; cambios en la industria o sector en el que opera la compañía objetivo; cambios en los precios de mercado, en los tipos de interés o en los tipos de cambio; cambios normativos o en los principios contables generalmente aceptados; cambios en la interpretación de las normas; cambios en los impuestos o la normativa fiscal aplicable; actos de guerra y terrorismo; causas de fuerza mayor; cambios en la situación política; reducciones de plantillas; cambios en las relaciones con los consumidores o distribuidores; cambios en las relaciones con las organizaciones empresariales; reducciones de ingresos estacionales; retrasos o cancelaciones de pedidos o encargos; procedimientos judiciales relacionados con el contrato; actos realizados de acuerdo con normas o contratos; el anuncio del contrato o de las operaciones previstas en el mismo; los gastos derivados de la operación, etc.²⁴.

La doctrina ha realizado varias categorizaciones de estas excepciones. MILLER las agrupa en torno a cuatro tipos de riesgos: los *systematic risks* hacen referencia a factores económicos o cambios en el mercado; los *indicator risks*, a cambios derivados de la imposibilidad de cumplir los objetivos financieros previstos por la compañía o por terceros; los *agreement risks*, a cambios derivados de reducciones de plantilla o clientes como consecuencia del anuncio de la operación; finalmente, los *business risks*, a cambios que se derivan de la actividad ordinaria de la compañía²⁵.

MACIAS distingue los cambios que afectan a todo el mercado (*market-wide MACs*) –típicamente, cambios en la economía, el mercado, la industria o las leyes, que no estarían relacionados con problemas de información asimétrica– de aquellos que sólo afectan a la compañía (*firm-specific MACs*), que se dividen, a su vez, en exógenos –cuando no guardan relación con los problemas de información asimétrica (por ejemplo, el fallecimiento inesperado del representante legal de la compañía) o endógenos –cuando se derivan de problemas de selección adversa o de riesgo moral (por ejemplo, la pérdida de clientes o trabajadores clave por no haber adoptado las medidas necesarias para asegurar su conservación tras el anuncio de la operación)–²⁶.

²³ En *Genesco, Inc. v. The Finish Line, Inc. et al.* [Case No. 07-2137-II(III) (Tenn. Ch. 2007)], el tribunal entendió que la reducción de ingresos de la compañía durante el segundo trimestre de 2007 se debía a condiciones económicas globales y, por tanto, resultaba de aplicación una de las excepciones de la cláusula MAC. Sin embargo, las partes habían previsto un plazo de 6 meses desde la firma del contrato para poder subsanar posibles efectos adversos relevantes, admitiendo de este modo la posibilidad de que tales efectos se pudieran producir en tan solo unos meses. Para ELKEN (2009, p. 315), el escaso número de sentencias que han aplicado el Derecho de Tennessee y las críticas que ha recibido esta sentencia hacen poco probable que pueda tener un efecto significativo a largo plazo en el diseño de las cláusulas MAC.

²⁴ Véanse algunos estudios sobre las excepciones más frecuentemente utilizadas en las adquisiciones de empresas en GALIL (2002, pp. 848-849), MILLER (2008, p. 2049), ELKEN (2009, pp. 303 y ss.), 2012 NIXON PEABODY MAC SURVEY (2012, pp. 7 y ss.).

²⁵ MILLER (2008, p. 2049).

²⁶ MACIAS (2011, pp. 8-9), DENIS/MACIAS (2012, p. 8).

Sin embargo, cada vez es más frecuente que los contratos de compraventa de empresas prevean excepciones a las excepciones para aquellos cambios que solo “afectan desproporcionadamente” a un determinado comprador y no a todas las compañías que forman parte del sector o de la industria a la que pertenece²⁷.

La cantidad de excepciones previstas en el contrato suele depender del tipo de mercado – comprador o vendedor– y, sobre todo, del poder de negociación de las partes. En mercados compradores, las cláusulas MAC tenderán a incluir pocas excepciones pues, de este modo, se garantizará la libertad necesaria para que los compradores puedan retirarse del contrato o, como suele ser más habitual, renegociar sus términos, el precio–. En mercados vendedores, las cláusulas MAC irán acompañadas del mayor número de excepciones posible para garantizar el cierre de la operación. Sin embargo, en este último caso, el vendedor deberá tener en cuenta que, cuanto más difícil sea para el comprador poder terminar el contrato, menor será el precio que estará dispuesto a pagar por la compañía²⁸.

2.4. Funciones

La literatura económica configura las cláusulas MAC –y sus excepciones, ya sean por riesgos endógenos o exógenos– como mecanismos que cumplen esencialmente las siguientes funciones:

- (i) En primer lugar, permiten señalar la calidad de la compañía objetivo a fin de corregir posibles problemas de información asimétrica;
- (ii) En segundo lugar, incentivan al vendedor a invertir en la compañía objetivo para evitar posibles problemas de riesgo moral;
- (iii) Finalmente, permiten asignar a los compradores riesgos cuya materialización no puede ser en principio evitada por ninguna de las partes²⁹.

2.4.1. Las cláusulas MAC como mecanismos que permiten señalar la calidad de la compañía objetivo

En las adquisiciones de empresas, el vendedor suele estar en mejor posición que el comprador para obtener información sobre la compañía objetivo –por ejemplo, la relativa a sus posibles vicios o defectos ocultos– y, por tanto, tiene incentivos a señalar la calidad de la misma para reducir o evitar posibles problemas de información asimétrica. Cuanto más difícil sea para el comprador obtener dicha información –por ejemplo, porque opera en un sector o industria

²⁷ MILLER (2008, p. 2048), 2012 NIXON PEABODY MAC SURVEY (2012, p. 6).

²⁸ GALIL (2002, p. 849), SCHWARTZ (2010, p. 823), DENIS/MACIAS (2012, pp. 26 y ss.).

²⁹ En este sentido, MACIAS (2011, pp. 2-3), ELKEN (2009, p. 292), MILLER (2008, pp. 2013 y 2070 y ss.), DAVIDOFF/BAIARDI (2008, pp. 13-14), CICARELLA (2007, p. 426), GALIL (2002, p. 848), HALL (2003, p. 1062), GRECH (2003, p. 1485), GILSON/SCHWARTZ (2005, pp. 337 y ss.), TOUB (2002, pp. 853-854). Para PERILLO (2009, p. 531), las cláusulas MAC podrían llegar a desempeñar las funciones de una cláusula penal si con ellas se pretendiera obligar al pago de una indemnización de daños y perjuicios en caso de incumplimiento, el daño derivado de dicho incumplimiento fuera incierto o difícil de cuantificar y la suma estipulada fuera una estimación razonable de las posibles pérdidas.

distintos del sector o industria del vendedor, o porque se trata de una compañía de pequeñas dimensiones-, más interés tendrá el vendedor en señalar su calidad y mayores facilidades estará dispuesto a otorgar al comprador para que pueda terminar el contrato. En este contexto, la probabilidad de que el contrato de compraventa incluya cláusulas MAC con muchas excepciones –al menos por cambios o efectos adversos endógenos– se reducirá considerablemente.

2.4.2. Las cláusulas MAC como mecanismos que incentivan la realización de inversiones específicas

Las cláusulas MAC crean los incentivos necesarios para evitar problemas de riesgo moral. En las adquisiciones de empresas es muy poco frecuente que la firma del contrato y el cierre de la operación se produzcan simultáneamente. Por lo general suele mediar un periodo de tiempo más o menos prolongado durante el cual pueden sucederse acontecimientos –como, por ejemplo, un retraso en el desarrollo de un producto, una pérdida importante de existencias o ingresos, una reducción del margen de explotación o unas pérdidas importantes como consecuencia de la entrada en un nuevo mercado– que afecten negativamente al valor la compañía. El otorgamiento al comprador de la facultad de terminar el contrato si la operación deja de ser rentable, sin incurrir por ello en responsabilidad, creará los incentivos necesarios para que el vendedor trate de proteger o incluso mejorar el valor de la compañía objetivo durante el periodo interino³⁰.

Para GILSON/SCHWARTZ, las cláusulas MAC incentivan la realización de tres tipos de inversiones específicas: en primer lugar, aquéllas que facilitan la integración de las compañías –por ejemplo, mediante la entrega al comprador de información sobre la compañía objetivo, la interrupción o cancelación del desarrollo o la mejora de productos a fin de integrar las líneas de ambas compañías, un cambio de estrategia para adaptarse al plan estratégico posterior al cierre, etc.–; en segundo lugar, aquéllas que tratan de asegurar buenas relaciones con los trabajadores –quienes, ante la incertidumbre sobre la conservación o no de su puesto de trabajo en la nueva compañía, pueden perder el interés en crear valor para la misma–; en tercer lugar, aquéllas que intentan garantizar la rentabilidad de la nueva compañía –por ejemplo, mediante la inversión de esfuerzo en la preservación de sus proveedores y clientes³¹.

Si la compañía objetivo sufre un cambio adverso relevante porque el vendedor se ha negado a realizar inversiones que habrían permitido conservar o incrementar su valor tras la firma del contrato, o bien porque ha realizado inversiones insuficientes, el comprador podrá abandonar la operación o, en su caso, solicitar la renegociación de los términos del contrato, evitándose de este modo la pérdida de las eventuales inversiones que el vendedor hubiera podido realizar en el proceso de adquisición y los costes de transacción derivados de la búsqueda –generalmente compleja, pues la reputación del vendedor se puede haber visto seriamente afectada por la terminación del contrato– de un nuevo comprador³².

³⁰ GILSON/SCHWARTZ (2005, pp. 338-339). Algunas críticas a esta función pueden verse en MILLER (2008, pp. 2060 y ss.), ELKEN (2009, pp. 297-299) y MACIAS (2011, p. 10-12).

³¹ GILSON/SCHWARTZ (2005, p. 337).

³² En este sentido, ELKEN (2009, pp. 299-300).

Desde este punto de vista, la invocación de las cláusulas MAC –en ocasiones, junto con la amenaza de iniciar o el inicio de un procedimiento judicial por incumplimiento contractual– se ha revelado como un instrumento de modificación o ajuste del contrato muy eficaz en el ámbito de las compraventas de empresas que, en algunas ocasiones, ha derivado en la renegociación de los términos del mismo –típicamente, la reducción del precio de compra– y, en otras, en su reconversión en otro tipo de contratos o en su terminación.

La invocación de las cláusulas MAC ha resultado en una reducción del precio inicialmente pactado en varias ocasiones. En el 2004, Johnson & Johnson consiguió reducir el precio de compra inicial en un 15% después de que Guidant Corp. se viera obligada a retirar algunos de sus modelos de desfibriladores y marcapasos, y fuera objeto de varias investigaciones y procedimientos judiciales. Sin embargo, poco antes del cierre de la operación con Johnson & Johnson, Boston Scientific Corp. presentó una mejor oferta. En el 2007, Lone Stars Funds consiguió reducir el precio de compra de Accredited Home Lenders de 400 millones de dólares (15,10 dólares por acción) a 295 millones de dólares (11,75 dólares por acción) después de que la crisis del sector de las hipotecas de 2007 amenazara la viabilidad financiera de la compañía³³. Ese mismo año, y por el mismo motivo, Home Depot Supply fue vendida a un grupo inversor por 8.500 millones en lugar de los 10.300 millones inicialmente acordados.

En otros casos, la renegociación de los términos del contrato ha culminado con la reconversión del mismo en otro tipo de contrato. Por ejemplo, tras los ataques del 11 de septiembre de 2001, USA Networks alegó la cláusula MAC para terminar el acuerdo con el que pretendía adquirir National Leisure, Inc. Sin embargo, las partes acordaron poco después que USA Networks renunciaría a adquirir National Leisure, Inc. a cambio de invertir en la misma 20 millones de dólares y designarla la principal proveedora de cruceros y paquetes vacacionales de su nuevo canal de televisión especializado en viajes. Por último, muchas renegociaciones han supuesto la terminación de los contratos, después de que los compradores hubieran invertido cantidades significativas en la compañía, para evitar las consecuencias –inciertas– de una interpretación judicial de las cláusulas MAC. Por ejemplo, tras la sentencia que resolvió el caso *Genesco, Inc. v. The Finish Line, Inc. et al.* [Case No. 07-2137-II(III) (Tenn. Ch. 2007)], que había negado la existencia de un cambio adverso relevante, las partes alcanzaron un acuerdo extrajudicial por el cual Genesco se comprometía a pagar a The Finish Line 200 millones de dólares a cambio de la terminación del contrato y la finalización de todos los procedimientos judiciales relacionados con el mismo. Ese mismo año, Goldman Sachs y KKR invirtieron 400 millones de dólares en Harman International Industries, evitando de este modo un procedimiento judicial muy largo y costoso para determinar si los cambios en la situación financiera de dicha compañía constituían un cambio adverso relevante. Asimismo, Sallie Mae accedió a retirar la demanda presentada contra varios bancos y el fondo de inversiones J. C. Flowers II L.P. a cambio de la refinanciación de unos 31.000 millones de dólares de su deuda. Más recientemente, Gores ha evitado el cierre de la operación con Pep Boys-Manny, Moe & Jack mediante el pago a dicha compañía de una indemnización por terminación (*break-up fee*) de 50 millones de dólares y de todos los gastos derivados del contrato.

2.4.3. Las cláusulas MAC como mecanismos para asignar riesgos

Las cláusulas MAC permiten asignar riesgos que en principio no pueden ser controlados ni evitados por ninguna de las partes, y cuyos efectos se producirán en buena medida tras el cierre de la operación –piénsese, por ejemplo, en los efectos que se podrían derivar de una recesión en la industria o sector en el que opera una compañía–, a aquella parte que puede soportarlos de manera más eficiente.

³³ Véase un análisis de este caso en DAVIDOFF/BAIARDI (2008).

El vendedor que haya cobrado el precio de compra tendrá pocos incentivos a adoptar medidas para reducir o evitar posibles riesgos exógenos, pues los efectos derivados de tales medidas recaerán exclusivamente sobre el comprador³⁴. Éste, en cambio, por ser el propietario a largo plazo de la compañía, estará dispuesto a adoptar medidas que le protejan frente a ese tipo de riesgos. De ahí que, en este escenario, sea razonable esperar que el contrato de compraventa incluya cláusulas MAC con muchas excepciones por riesgos exógenos³⁵.

3. Conclusiones

En las páginas anteriores se ha puesto de relieve que las cláusulas MAC pueden resultar de enorme utilidad para regular la incertidumbre intrínseca a operaciones tan complejas como las adquisiciones de empresas –más aún teniendo en cuenta la coyuntura económica actual– al permitir que el comprador pueda retractarse de la operación si, entre la firma del contrato y el momento del cierre, se produce una adversidad que tiene efectos relevantes en la compañía objetivo.

Sin embargo, buena parte de la eficacia de este tipo de cláusulas, y de los efectos tan drásticos que conllevan, depende de la mejor o peor fortuna con que se redacten. Por lo general, el comprador intentará incluir en el contrato cláusulas MAC abiertas e indefinidas, que le permitan abandonar la operación cuando se produzca cualquier circunstancia que afecte negativamente a la compañía adquirida. El vendedor, por el contrario, hará todo lo posible por evitar ese tipo de cláusulas y, de aceptar su inclusión en el contrato, procurará que las circunstancias que faculten al comprador a retractarse de la operación se redacten de la manera más precisa posible para favorecer la seguridad jurídica en la contratación.

³⁴ GILSON/SCHWARTZ (2005, p. 346). Para MILLER (2008, p. 2052), el argumento no es correcto en los intercambios de activos o de activos y dinero, donde ambas partes tienen intereses en la compañía resultante de la operación y ambas se encuentran protegidas por las cláusulas MAC.

³⁵ GILSON/SCHWARTZ (2005, pp. 345 y ss.), MACIAS (2011, p. 10-13). En contra, MILLER (2008, p. 2066), para quien el argumento es circular, pues parte de la idea de que las cláusulas MAC asignan los riesgos exógenos al comprador por ser el propietario a largo plazo del negocio, si bien el comprador es el propietario a largo plazo de la compañía porque la cláusula MAC le asigna los riesgos exógenos. Si fueran asignados al vendedor, el comprador alegraría que se ha producido un cambio adverso relevante y nunca llegaría a ser propietario. Además, el argumento parece presumir que los acuerdos de adquisición de empresas asignan todos los riesgos exógenos al comprador cuando, en la práctica, es posible encontrar contratos en los que se asignan al vendedor.

4. *Tabla de sentencias citadas*

EUA

<i>Asunto</i>	<i>Referencia</i>
<i>Pittsburgh Coke & Chemical Co. v. Bollo</i>	421 F. Supp. 908 (E.D.N.Y. 1976)
<i>Gordon v. Dolin</i>	434 N.E.2d 341 (1982)
<i>Borders v. KLRB, Inc.</i>	727 S.W.2d 357 (Tex. App. 1987)
<i>Bear Stearns Cos. v. Jardine Strategic Holdings Ltd.</i>	533 N.Y.S.2d 167 (App. Div. 1988)
<i>Raskin v. Birmingham Steel Corp.</i>	Del. Ch., 1990 WL 193326 (Dec. 4, 1990)
<i>Polycast Technology Corp. v. Uniroyal, Inc.</i>	792 F. Supp. 244 (S. D. N. Y. 1992)
<i>Pan Am Corp. v. Delta Air Lines, Inc.</i>	175 B.R. 438 (S.D.N.Y. 1994)
<i>Pine State Creamery, Co. v. Land-O-Sun Dairies</i>	201 F.3d 437 (4 th Cir. 1999)
<i>Goodman Mfg. Co. L.P. v. Raytheon Co.</i>	No. 98-CV-2774, 1999 WL 681382 (S.D.N.Y. Aug. 31, 1999)
<i>In re Digital Resource, LLC</i>	246 B.R. 357 (8 th Cir. B.A.P. Mar 31, 2000)
<i>Pacheco v. Cambridge Tech. Partners (Mass.), Inc.</i>	85 F. Supp. 2d 69 (D. Mass. 2000)
<i>S.C. Johnson & Son, Inc. v. DowBrands, Inc.</i>	167 F. Supp. 2d 657 (D. Del. 2001)
<i>In re IBP, Inc. Shareholders Litigation</i>	789 A. 2d 14 (Del. Ch. 2001)
<i>Cendant Corp. v. Commonwealth General Corp.</i>	2002 Del. Super. LEXIS 251 (Del. Super. Ct. Aug. 28, 2002)
<i>Nip v. Checkpoint Sys., Inc.</i>	154 S.W.3d 767 (Tex. App. 2004)
<i>Frontier Oil Corp. v. Holly Corp.</i>	2005 WL 1039027 (Del. Ch. 2005)
<i>Genesco, Inc. v. The Finish Line, Inc. et al.</i>	Case No. 07-2137-II(III) (Tenn. Ch. 2007)
<i>SLM Corporation v. J.C. Flowers II L.P., et al.</i>	C.A. No. 3279-VCS, 34 (Del. Ch. Oct. 22, 2007)
<i>Hexion Speciality Chemicals Inc. v. Huntsman Corp.</i>	965 A.2d 715 (Del. Ch., 2008)
<i>Jesse v. HSFL Acquisition Co. LLC</i>	2009 WL 1086474 (D. Minn. Apr. 22, 2009)
<i>Transcomp Systems, Inc. v. P.C. Scale Inc.</i>	2010 WL 3187426 (C.D. Cal. Aug. 10, 2010)

Reino Unido

<i>Asunto</i>	<i>Referencia</i>
<i>Taylor v. Caldwell</i>	[1863] 3 B. & S. 826
<i>Krell v. Henry</i>	[1903] 2 K.B. 740
<i>Levinson v. Farin</i>	[1978] 2 All ER 1149

5. Bibliografía

2012 NIXON PEABODY MAC SURVEY.

Juan AGUAYO (2011), *Las manifestaciones y garantías en el Derecho de contratos español*, Civitas, Thomson Reuters, Navarra.

Ángel CARRASCO PERERA (2010), "Manifestaciones y garantías y responsabilidad por incumplimiento", en José M^a ÁLVAREZ ARJONA/Ángel CARRASCO PERERA (Dirs.), *Adquisiciones de empresas*, 3^a ed., Aranzadi, Thomson Reuters, Navarra, pp. 285-358.

Albert CHOI/George TRIANTIS (2010), "Strategic Vagueness in Contract Design: The Case of Corporate Acquisitions", *Yale L. J.*, vol. 119, núm. 5, pp. 848-925.

Jeffrey Thomas CICARELLA (2007), "Wake of Death: How the Current MAC Standard Circumvents the Purpose of the MAC Clause", *C. W. R. L. Rev.*, vol. 57, pp. 423-451.

Steven M. DAVIDOFF/Kristen BAIARDI (2008), "Accredited Home Lenders v. Lone Star Funds: A MAC Case Study", Wayne State University Law School Legal Studies Research Paper Series No. 08-16, pp. 1-39 (disponible en SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1092115).

David J. DENIS/Antonio J. MACIAS (2012), "Material Adverse Change Clauses and Acquisition Dynamics", *Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA; forthcoming)*, pp. 1-48 (disponible en <http://ssrn.com/abstract=1609765>).

Andrew C. ELKEN (2009), "Rethinking the Material Adverse Change Clause in Merger and Acquisition Agreements: Should the United States Consider the British Model?", *S. Cal. L. Rev.*, vol. 82, pp. 291-340.

James J. FULD (1947), "Some Practical Aspects of a Merger", *Harv. L. Rev.*, vol. 60, pp. 1092-1118.

Yair Y. GALIL (2002), "MAC Clauses in a Materially Adversely Changed Economy", *Col. Bus. L. Rev.*, núm. 3, pp. 846-866.

Ronald J. GILSON/Alan SCHWARTZ (2005), "Understanding MACs: Moral Hazard in Acquisitions", *JLEO*, vol. 21, núm. 2, pp. 330-358.

Fernando GÓMEZ POMAR (2007), "El incumplimiento contractual en Derecho español", *InDret* 3/2007, pp. 1-49 (www.indret.com)

Jonathon M. GRECH (2003), "Opting-Out: Defining the Material Adverse Change in a Volatile Economy", *Emory L. J.*, vol. 52, pp. 1483-1518.

Kari K. HALL (2003), "How Big is the MAC? Material Adverse Change Clauses in Today's Acquisition Environment", *U. Cinn. L. Rev.*, vol. 71, pp. 1063-1092.

Luís HERNANDO CEBRIÁ (2005), *El contrato de compraventa de empresa (Extensión de su régimen jurídico a las cesiones de control y a las modificaciones estructurales de sociedades)*, Tirant lo Blanch, Valencia.

Richard HOOLEY (2003), "Material Adverse Change Clauses After 9/11", en Sarah WORTHINGTON (Ed.), *Commercial Law and Commercial Practice*, Hart Publishing, Oxford and Portland Oregon, pp. 305-333.

Klaus J. HOPT (2010), *Estudios de Derecho de sociedades y del mercado de valores*, traducción coordinada por Santiago HIERRO ANIBARRO, Marcial Pons, Madrid, Barcelona, Buenos Aires.

Antonio J. MACIAS (2011), "Risk allocation in Acquisitions: The Uses and Value of MAE-Exclusions", pp. 1-39 (disponible en <http://ssrn.com/abstract=1392304>).

Robert T. MILLER (2008), "The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements", *W. & M. L. Rev.*, vol. 50, pp. 2007-2103.

Joseph M. PERILLO (2009), *Calamari and Perillo of Contracts*, 6th ed., Thomson West, St Paul Minnesota.

Alan SCHWARTZ (2010), "A 'Standard Clause Analysis' of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause", *UCLA Law Review*, vol. 57, pp. 789-839.

Celia R. TAYLOR (2003), "When Good Mergers Go Bad: Controlling Corporate Managers Who Suffer a Change of Heart", *U. Rich. L. Rev.*, vol. 37, pp. 577-612.

Sherri L. TOUB (2002), "'Buyer's regret' No Longer: Drafting Effective MAC Clauses in a Post-IBP Environment", *Cardozo L. Rev.*, vol. 24, pp. 849-902.

Alana A. ZERBE (2002), "The Material Adverse Effect Provision: Multiple Interpretations & Surprising Remedies", *J. L. & Com.*, vol. 22, pp. 17-36.