

Las Cláusulas MAC (Material Adverse Change) (Algunas reflexiones iniciales) *

Juan SÁNCHEZ–CALERO GUILARTE

Catedrático de Derecho mercantil
Universidad Complutense de Madrid

Blanca VILLANUEVA GARCÍA–POMAREDA

Licenciada en Derecho '09. Universidad Complutense

Sumario: I. Planteamiento. II. Exposición sintética de algunas cláusulas recurrentes en distintos tipos de contratos. 1. Contratos vinculados y cláusulas MAC. 2. Planteamiento del cambio material adverso. 3. Una vaguedad deliberada. III. Principales precedentes de la jurisprudencia estadounidense. IV. Finalidad de las cláusulas. V. Elemento temporal. VI. El problema jurídico fundamental: de la *cláusula rebus sic stantibus* a la onerosidad sobrevenida. VII. Cambios que mejores la situación.

I. Planteamiento

En la práctica comercial internacional se ha convertido en un recurso clásico la utilización de las denominadas cláusulas de “cambio material adverso” (como una literal traducción del *material adverse change*) a las que nos referiremos como “cláusulas MAC”. Desde ese origen internacional, la práctica financiera y corporativa española permite constatar que el recurso a este tipo de cláusulas se ha convertido en habitual y que, al igual que ha sucedido en otros mercados y jurisdicciones, la crisis económica de estos años ha revestido la invocación y eventual aplicación de estas cláusulas en objeto de debate. Un debate que no resulta sencillo a partir de la diversidad que las caracteriza. Ni las citadas cláusulas tienen un contenido homogéneo ni su utilización es exclusiva de una categoría concreta de contratos o de un sector eco-

* Ponencia desarrollada el día 12 de marzo de 2010, dentro del “IV Seminario Internacional de Derecho Internacional Privado”, *Litigación civil internacional: nuevas perspectivas europeas y de terceros Estados*, celebrado en Madrid los días 11 y 12 de marzo de 2010, organizado por el Departamento de Derecho Internacional Público y de Derecho Internacional Privado de la Facultad de Derecho de la Universidad Complutense de Madrid, en colaboración con el Colegio Notarial de Madrid.

nómico especial. Sin perjuicio de ello, puede afirmarse que cualquiera que sea su uso, arroja problemas contractuales de calado.

A pesar de su relevancia práctica, el estudio de este tipo de cláusulas carece en el ordenamiento español y en el de los restantes Estados europeos de una doctrina jurisprudencial que permita establecer unas bases para su interpretación. Tampoco han llamado la atención de la doctrina científica, más allá de referencias ocasionales. A pesar de ello y como se ha indicado, la permeabilidad de la práctica de la abogacía española a las influencias internacionales provoca una tendencia a incorporar cada vez más estas cláusulas en contratos nacionales. La motivación de esas cláusulas se comparte en negocios que aunque carezcan del gran alcance económico de algunas transacciones internacionales, deparan una relación de intereses y una posición de las partes que lleva a incorporarlas. Con mayor motivo se produce el uso de cláusulas MAC en contratos “internos” de especial alcance económico, como los que no hace algunos años se realizaron, por ejemplo, en operaciones corporativas en el sector energético español.

El estudio de estas cláusulas cuenta, por el contrario, con un abundante material en la observación de la bibliografía profesional y científica y en la jurisprudencia estadounidense, en la que son tratadas como una categoría contractual reconocida¹. Existen distintos estudios que han llevado a cabo una auténtica clasificación de las distintas cláusulas, que han determinado lo que podríamos calificar como sus características fundamentales a partir de la posición adoptada por los Tribunales estatales más influyentes (con mención especial a los del Estado de Delaware) y que han influido en la revisión dentro del Derecho uniforme de algunos de los principios contractuales esenciales que pueden verse afectados por este tipo de cláusulas.

Las cláusulas MAC se generan como un recurso contractual ante el acaecimiento de eventos que suponen una alteración sustancial (“material”) de las bases sobre las que se celebró un contrato y que no pudieron ser previstos en aquel momento. La imprevisibilidad de ese “cambio” se convertirá en el centro del debate que motivará la invocación futura de la tutela que incorpora la cláusula. Esa característica del hecho alegado puede deberse tanto a la complejidad del objeto contractual, como a la imposibilidad para una de las partes de haberla contemplado. El primer caso lo depara la compra de una empresa (o

¹ Pueden consultarse los materiales disponibles en ABA (entrar en la web de algunos de sus Comités; *vid.* la nota 45 de A.H. Choi y G.G. Triantis, “Strategic Vagueness in Contract Design: The Case of Corporate Acquisitions”, *Yale L.J.*, vol. 119, 2010, pp. 848 ss, también disponible en www.ssrn.com).

de una participación de control en su capital). La negociación será más o menos prolongada y entre la prestación del consentimiento y la completa ejecución del contrato puede transcurrir un tiempo más o menos amplio, durante el que pueden acaecer hechos que impliquen un cambio sustantivo de las circunstancias bajo las que la operación se diseñó e inició por cualquiera de las partes. El segundo supuesto conduce a resolver la desigualdad entre ambas partes desde el punto de vista informativo. Es manifiesto que en el ejemplo de una operación corporativa, ambas partes se encuentran en un escenario dispar o asimétrico en cuanto a la información. Es obvio que el vendedor domina la información sobre la situación actual de la empresa a transferir, y que el comprador puede articular mecanismos que le permitan condicionar a operación a la revisión de esa información (*v.gr.*, por medio de una *due diligence* de alcance diverso). Pero el vendedor puede disponer de información sobre la evolución futura de la empresa y sus resultados. Tal información puede no ser accesible para el comprador o éste no disponer de la capacidad de llegar a una previsión en ese sentido, pero convertir una evolución negativa de esos resultados puede implicar una adecuada cobertura si se la convierte en una alteración material.

Esa alteración hace que la operación o contrato afectados pierdan toda su racionalidad económica o que ésta se vea parcialmente afectada. De tal manera que la eficacia de esas cláusulas se proyecta normalmente en un doble sentido: como fuente del Derecho de una de las partes (y de la correlativa obligación de la otra) a plantear (y a negociar) la adecuación del contenido del contrato y la tutela de los intereses contractuales a las nuevas circunstancias o, allí donde no sea posible esa adaptación, a la resolución contractual.

El primer problema contractual arranca de que las citadas cláusulas tienen un concreto hecho como su contenido básico: un hecho que acarrea un cambio de circunstancias que afecta a alguna de las dos partes o al contrato en su conjunto, de manera que permite cuestionar la capacidad de cumplir el contrato en los términos inicialmente previstos, o implica una modificación que se proyecta sobre el propio contrato o las obligaciones asumidas por las partes. De esta manera, la atención y vigencia de estas cláusulas se inicia a partir de la firma del contrato, sobre la que podríamos calificar como fases de pendencia, preparación o ejecución de la transacción.

La inserción de este tipo de cláusulas se orienta, por lo tanto, hacia la tutela preferente de una de las partes contratantes. La concurrencia del cambio material adverso se traduce en la legitimación de esa parte

para resolver el contrato o para modificarlo. Esto último desemboca normalmente en la imposición a la otra parte de una mayor onerosidad en sus prestaciones o en las garantías prestadas.

Las cláusulas MAC, aunque no son exclusivas de un tipo de contrato determinado, en la práctica se insertan en aquéllos económicamente relevantes, cuya formalización es el resultado de una negociación compleja y prolongada. El hecho de que la inclusión de esa cláusula forme parte de la culminación de la negociación o de la fase precontractual no se traduce en una determinación precisa de su contenido. Antes al contrario, las partes suelen dotar a estas cláusulas de una relativa indeterminación a la hora de establecer los conceptos o definiciones que actúan como presupuesto de ese cambio de circunstancias. Sería más exacto decir que esa vaguedad en los elementos fundamentales de esta cláusula es buscada por la parte que disfruta de una cierta posición de dominio en la negociación². Esa posición no depende sólo de las características propias de las partes, sino que guarda una estrecha relación también con las tendencias de los mercados financieros. Así ocurre, por ejemplo, en función de la política crediticia en cada momento. Los estudios realizados al efecto en el mercado estadounidense permiten afirmar que el uso de esas cláusulas en operaciones de adquisición corporativa ha oscilado desde una redacción que favorecía al vendedor o al comprador³. En cualquier caso, se observa que la invocación de la concurrencia de un cambio material adverso suele depender en buena medida del criterio de la propia parte a la que la cláusula beneficia. Con ello nos acercamos a un segundo y fundamental problema: la arbitrariedad como criterio del que se hace depender el cumplimiento de las obligaciones por la otra parte (art. 1256 Cc).

Las características generales que se han apuntado han hecho que el debate en torno a la interpretación y aplicación de este tipo de cláusulas dé lugar con frecuencia a disputas de ámbito internacional, ya sea en determinadas jurisdicciones o a través de procedimientos arbitrales. Es en éstos donde aflora la dificultad de encuadrar este tipo de cláusulas, al fin y al cabo una creación contractual nacida en el mundo anglosajón, en los cauces de nuestro Derecho de obligaciones. Junto a

² Se advierte esta circunstancia sobre todo en los contratos de adquisición de participaciones societarias; *vid.* A.H. Choi y G.G. Triantis, *loc. cit.*

³ *Ibid.*, p. 869 señalan, tras estudiar la práctica contractual a lo largo de una década, que el mercado varió desde una redacción a favor del comprador, hacia otra a favor del vendedor para retornar en los últimos años a un texto *buyer-friendly*, dada la restricción a la financiación de compras societarias.

la oportunidad que esa experiencia arbitral ofrece para proponer una revisión de estas cláusulas desde la perspectiva del Derecho español, invita a reiterar la constatación de que es en el marco del arbitraje internacional donde se propone con frecuencia retomar las cuestiones fundamentales del Derecho de obligaciones y contratos.

II. Exposición sintética de algunas cláusulas recurrentes en distintos tipos de contratos

1. Contratos vinculados y cláusulas MAC

Las cláusulas MAC se han incluido principalmente en la contratación internacional en dos grandes grupos de contratos: a) grandes operaciones bancarias o de financiación y b) contratos inherentes a la adquisición de empresas, bien sea a través de una OPA o una técnica similar.

En el primer caso, suelen proyectarse sobre la conservación de la solvencia de la parte deudora, el nivel y valor de las garantías recibidas o los posibles problemas de liquidez que afecten al repago de la financiación. En las operaciones bancarias, destacando los contratos de préstamo y de crédito, las cláusulas proporcionan cierta seguridad a la entidad financiera, que concedió a la prestataria o acreditada (normalmente grandes corporaciones o grupos) cantidades relevantes, basándose en su solvencia o capacidad de cumplimiento. Por ello, cuando concurren los cambios materiales adversos establecidos por las partes, que se refieren a supuestos en los que se produce una disminución notable de la solvencia de la compañía prestataria, el prestamista, ante el riesgo de satisfacción de su derecho, tratará de culminar una renegociación o, aun más, dejar sin efecto el contrato.

En el segundo modelo de contratos en los que se han incluido las cláusulas que estamos estudiando, los relativos a la adquisición de sociedades, éstas tratan de proporcionar seguridad a la parte adquirente que se obliga a pagar un precio determinado por una sociedad. Este precio se pacta teniendo en cuenta ciertas circunstancias que puedan afectar al valor o cuantía de los activos, sus beneficios, sus propiedades o sus perspectivas de futuro, de manera que si se producen ciertos eventos que disminuyan este valor, el comprador no estaría dispuesto a pagar el precio fijado, lo que nos acerca a la excesiva onerosidad de la que hablaremos después.

A pesar de la distinción establecida entre contratos financieros y contratos “societarios” como ámbitos específicos en los que se utilizan las cláusulas estudiadas, lo cierto es que en muchas ocasiones su in-

serción se enmarza en la relación esencial entre dos contratos que, a pesar de su diverso contenido, participan de una misma finalidad: hacer viable la operación de compra de una participación o la absorción de una sociedad. Cuando esa compra o absorción se basa, en todo o en una parte relevante, en la obtención de financiación ajena, la vinculación de ambos contratos se refleja en la previsión coordinada del cambio material adverso. Esto puede traducirse en distintos escenarios. El primero y más sencillo es el que prohíbe que haya una cláusula MAC en la financiación de la operación, pues el futuro adquirente u oferente no está dispuesto a que, iniciada la operación, ésta deba ser abortada por la resolución de la financiación ya concedida al amparo de circunstancias previstas sólo en ese contrato. Es obvio que tan simple solución parte de una posición de control del conjunto de la operación por parte de su principal protagonista, que a cambio de descartar cualquier cláusula MAC estará dispuesto a asumir otras cargas frente a sus financiadores (coste, plazos de reembolso, garantías, etc.). El segundo escenario es el de una inclusión de tal cláusula sólo en uno de los dos contratos. Que sea en el contrato que sirve para articular la que venimos denominando “operación societaria” implica que ésta se pueda resolver o que vea alteradas sus condiciones esenciales ante el acontecimiento del supuesto material. De ser así, la financiación se verá seriamente afectada, sobre todo si cualquiera de ambas hipótesis derivadas de la aplicación de la cláusula MAC implican un debilitamiento de la capacidad de reembolso o de la solvencia de la deudora. No es menor el riesgo —en realidad, es mucho mayor— cuando la cláusula se ha tenido en cuenta en el contrato de financiación. Si acaece el cambio adverso y ello permite resolver o revisar la financiación convenida —dispuesta o no—, lo que se pone en duda es la ejecución de la operación en cuestión. Llegamos así al tercer escenario, igualmente simple, aunque ponga sobre la mesa algunas dudas. Me refiero a que en ambos contratos se incluya una misma cláusula, que supedite ambos contratos a idéntico catálogo de posibles hechos materialmente adversos y que prevea como tal el que afecte al otro contrato. Por ejemplo, que lo que afecte a la financiación de la operación constituya, sin más, un MAC también de la transacción subyacente.

2. Planteamiento del cambio material adverso

Siempre con la cautela a la que obliga la heterogeneidad de supuestos y contenidos de este tipo de cláusulas, puede señalarse que las partes delimitan el presupuesto que constituye un cambio material

adverso de manera negativa y positiva⁴. En el primer caso, se parte de una definición general de lo que se entiende como un supuesto de cambio material adverso y, a partir de esa definición, se formulan determinados hechos que distintas excepciones concretan en cuanto a lo que puede ser alegado como un cambio material adverso. Estas excepciones se caracterizan por hacer referencia a eventos que quedan fuera del control de las partes, entre ellas las más comunes son los cambios en la coyuntura económica o en la del sector en el que desarrolla su actividad la empresa, inestabilidades políticas globales o cambios en los mercados financieros.

También constituyen una excepción las modificaciones de disposiciones normativas⁵. Esta última hipótesis cobra especial relevancia en los cambios regulatorios que afectan a mercados financieros, en especial en un entorno como el de la actual crisis, en la que los cambios legales son constantes. Plantean dudas situaciones en las que no se puede hablar en sentido riguroso de un cambio normativo, por no existir una nueva disposición legal a la que referir esa excepción, sin perjuicio de haberse producido actos “regulatorios” a los que se reconoce una singular eficacia (*v.gr.*, una carta del Gobernador del Banco de España “invitando” a cambios en la política crediticia). Llama la atención que la mayoría de las cláusulas MAC que se redactan entre empresas estadounidenses introducen como excepciones la ocurrencia de actos terroristas⁶ o causas de fuerza mayor como desastres naturales, guerras etc.

Es posible que las partes establezcan, a su vez, exclusiones a las excepciones, ya que tales eventos pueden producir consecuencias muy gravosas para una de las partes y su exclusión de cambio material adverso podría considerarse “desproporcionada”. En estos casos habrá que fijar con cautela que supuestos podrán incluirse dentro del cambio material adverso legitimando a una de las partes para renegociar las condiciones o resolver el contrato.

⁴ R. Jiménez López, “Las cláusulas de cambio material adverso”. http://www.cincodias.com/articulo/opinion/clausulas-cambio-material-dverso/20040730cdscdiopi_5/cdsopi/.

⁵ S.M. Davidoff, “IMS and the New Meaning of a M.A.C.”, en: <http://dealbook.blogs.nytimes.com/2009/12/14/ims-and-the-struggle-to-redefine-a-mac-hfo/>.

⁶ Operación de adquisición de COR Therapeutics, Inc por parte de Millenium Pharmaceuticals Inc. Se acordó que una excepción a lo que podría constituir un cambio material adverso, serían los efectos negativos derivados de “actos de terrorismo o guerra inclusive los eventos acaecidos el 11 de septiembre de 2001, la lucha de Afganistán, cartas que contengan ántrax o circunstancias similares”.

En relación con las principales cláusulas utilizadas contamos con algunos estudios meritorios a la hora de determinar el mayor o menor uso de determinados hechos como presupuesto. A ese respecto es recomendable la consulta del pormenorizado estudio de Miller, que pone de manifiesto la gran diversidad del contenido de esas cláusulas⁷. Los supuestos principales se refieren tanto al conjunto de la operación al tener en cuenta el desarrollo del sector en el que se enmarca la operación, pero la mayoría de las previsiones se orientan sobre cambios que afectan a la situación financiera, a los resultados o a la valoración de los activos.

De esos estudios cabe concluir que las estipulaciones más utilizadas son aquéllas que hacen referencia a condiciones financieras (98 %) seguida por otras que hacen referencia a los negocios (91%) y posteriormente las que se refieren a los resultados de las operaciones (85 %). Menos utilizadas son los activos (69 %). Y por debajo del 50 % nos encontramos con cláusulas cuyo objeto se refiere al pasivo de las sociedades, al patrimonio, a otras condiciones no financieras, operaciones y perspectivas.

No en todos los casos resulta sencillo separar el contenido de unas cláusulas de otras. La ocurrencia de un supuesto puede reflejarse y repercutir en otro. Tomando como ejemplo un cambio material adverso en los resultados de las operaciones de una parte, o en el activo o el pasivo, éstos van a provocar cambios materiales adversos en las condiciones financieras. Parece que la previsión casuística y pormenorizada de supuestos intimamente relacionados se corresponde con el interés de la parte a la que favorece la cláusula por poder invocar de manera inmediata el acaecimiento del cambio adverso.

Algunas cláusulas, como las que se refieren a perspectivas, no producen tales problemas de diferenciación con otras, pues no contemplan un hecho ya pasado o que figure reflejado en la contabilidad, sino que es una mera suposición fundada en anteriores operaciones, el ritmo de la sociedad y otros baremos. Sin embargo, la estadística nos demuestra que son muy poco utilizadas en las operaciones. El motivo fundamental es que a la parte que invoque la existencia de un cambio en las perspectivas de la otra sociedad, le va a resultar casi imposible probarlo, pues las posibles fuentes de prueba estarían en

⁷ R.T. Miller, "Conceling the Deal: Two Models of Material Adverse Change Clauses in Business Combination Agreements", *Cardozo L. Rev.*, vol. 31, n° 1, 2009, p. 99 ss. (www.cardozolawreview.com/content/31-1/MILLER.31-1.pdf). Incluye este autor varias tablas que definen los porcentajes correspondientes a cada uno de los supuestos y en relación con cada uno de los tipos de operación que motivan el contrato.

poder de la otra entidad, por ello podría considerarse que constituye una prueba diabólica, y por tanto, es ésta la razón por la que las partes son reacias a calificarlas como de cambio material adverso.

C) Una vaguedad deliberada

Lo expuesto en este apartado permite atisbar que el contenido de estas cláusulas es de tal diversidad que no deja de extrañar que se señale por algunos estudios que se produce una búsqueda deliberada de la vaguedad de los contenidos y supuestos a los que se vincula el acaecimiento del cambio material adverso. Una falta de concreción que persigue habilitar a la parte que se entiende beneficiaria de la eventual vigencia de la cláusula MAC y que presume que la imprecisión de sus elementos definatorios facilita su invocación futura. Frente a ello nos encontramos con las consecuencias que para esa falta de precisión provocan las normas en materia de interpretación contractual, destacando la que prohíbe que se vea favorecida por la oscuridad de un contrato la parte que la hubiere ocasionado (art. 1288 Cc).

III. Los principales precedentes de la jurisprudencia estadounidense

A la parte que invoque la existencia de un cambio material adverso corresponde la prueba de que éste se ha producido, y de que éste era el que habían pactado como cambio que permitiría renegociar las condiciones o dejar sin efecto el acuerdo. Esta es la conclusión que ofrece el estudio de la jurisprudencia de aquellos Tribunales que con más frecuencia han tenido que analizar esas cláusulas.

Como ya se explicó, son los Tribunales de Nueva York y Delaware los que más se han pronunciado sobre contratos en los que se debatía una cláusula MAC. Han adoptado una interpretación marcadamente restrictiva⁸, de modo que muy pocas veces han reconocido probada la existencia de un cambio material adverso.

Haremos referencia a algunos de los muchos conflictos con gran trascendencia tramitados en estos Tribunales⁹:

⁸ De hecho, suele hacerse un comentario irónico en el sentido de que la Corte de Delaware nunca ha considerado que se ha producido un cambio material adverso. *Vid.* S.M. Davidoff, "IMS and the New Meaning of a M.A.C.", *loc. cit.*

⁹ *Vid.*, por todos, C.L. Reese, B.M. Rostocki and K.W. Compton, P.C. Fish & Richardson and J.W. Bartlett, Sonnenschein Nath & Rosental LLP., "Material Adverse Change Clau-

– *BP, Inc. Shareholders Litig. v. Tyson Foods, Inc*, 789 A.2d 14 (Del. Ch. 2001) se trataba de una fusión por absorción de IBP. Los beneficios de IBP del primer trimestre del año 2001 fueron el 64% inferiores a los obtenidos por esta empresa en el primer trimestre del año anterior. El Tribunal sin embargo consideró que esto no constituía un cambio material adverso porque Tyson tenía conocimiento de la volatilidad de los beneficios de IBP y, por tanto, una disminución en tan breve período de tiempo no constituía un cambio material adverso. Además reconoció que el período de tiempo en el que se había analizado la disminución de los beneficios era muy pequeño, por lo que obligó a Tyson a completar el acuerdo de adquisición. Resulta relevante el conocimiento por parte de Tyson de tales oscilaciones, sin el cual, quizás, hubiera sido posible considerar que tal caída constituía un cambio material adverso.

– *Frontier Oil v. Holly*, ambas entidades refinadoras y petroleras, adoptaron un acuerdo de fusión por el que Frontier adquiriría Holly. Ambas entidades eran conscientes de que era probable que Frontier fuera demandada por intoxicaciones masivas en Beverly Hills High School. Frontier declaró que los eventuales procedimientos no implicarían un cambio material que legitimara para resolver el contrato. Las partes incluyeron como cambios en Frontier que podrían autorizar la renegociación o resolución del contrato: “perspectivas”, “condiciones financieras”, “resultados de operaciones” y “condiciones distintas de financieras”. No obstante, se iniciaron distintos procedimientos judiciales cuyos costes serían elevados, aunque las partes discrepaban en su cuantía. Intentaron renegociar, pero fue imposible llegar a un acuerdo, de manera que Frontier demandó a Holly, invocando un incumplimiento del contrato. La Parte Demandada, entre otras cosas, invocó que Frontier había sufrido un cambio material adverso y por tanto le permitía resolver el contrato. El Tribunal comparó los costes que podrían suponer para la entidad todos los procedimientos judiciales con el valor de la sociedad. Y dada que la proporción era muy pequeña consideró que no podía constituir un cambio material adverso.

– *Hexion Specialty Chemical Inc, v. Huntsman Corp*: La compañía Hexion se comprometió a adquirir Huntsman Corp. Más tarde se negó a consumar la compra alegando cambios adversos. El asunto culminó en los Tribunales, pero las partes llegaron a un acuerdo, acep-

ses: The Metrics in Delaware, Plus Drafting and Negotiation Advice” (<http://www.joebartlettvc.com/sites/default/files/DOC001.PDF>).

tando que se desistiría de la compra pagando una indemnización a Huntsman. Además los bancos que se comprometieron a financiar la operación colaboraron con Hexion a pagar la indemnización pactada.

– *Rudman v. Cowles communications, Inc*: El Tribunal sostuvo que un incremento del 15% de la cuantía de los impuestos durante un período de tres meses no constituía un cambio material adverso.

Recientemente se ha publicado en Diario Expansión¹⁰ una referencia a la adquisición de Merrill Lynch por Bank of America. El asunto está siendo tramitado por los Tribunales, se plantea una responsabilidad de los administradores por la no revelación a los accionistas de las pérdidas de la sociedad adquirida. Por ello, tiene interés aclarar si se había incluido una cláusula de cambio material adverso.

IV. Finalidad de las cláusulas

La finalidad esencial de las cláusulas MAC es posibilitar la celebración de distintas categorías de contratos. Si las partes no introdujesen presupuestos que les permitiesen desistir de la operación, apenas se celebrarían estas operaciones, pues de una manera gráfica ¿quién va a aceptar hoy, entregar una cantidad de dinero mañana, existiendo la posibilidad de que el valor de lo adquirido se derrumbe esta noche?

Es evidente que esa aceptación sólo se produce en mercados de ejecución inmediata de operaciones, como pueden ser los bursátiles. Sin embargo en contratos aplazados o de duración prolongada, las partes requieren que el propio contrato ofrezca una adecuada protección ante un cambio sustancial de circunstancias. Tal cambio se produce si disminuye en cuantía relevante el valor del bien en este plazo u ocurre cualquier acontecimiento que genere una desproporción o que la operación deje de resultar interesante. La parte que reclama o que impone esa protección contractual estará facultada para, acreditada la concurrencia del cambio adverso, desistir de la operación o exigir una renegociación de las condiciones. Se advierte así que las cláusulas MAC constituyen una manifestación del interés de las partes por dotar de efectividad al principio general contractual de equivalencia de las prestaciones.

¹⁰ *Expansión*, 5 de noviembre de 2009. Publicado en *The Financial Times*, por G. Farrell el 13 octubre 2009.

A partir de cuanto hasta aquí se ha señalado se deduce que estamos ante una construcción convencional que genera cierta inseguridad jurídica. Se vislumbra que de la voluntad de una de las partes va a depender el cumplimiento efectivo del negocio. La otra, sin embargo, tendrá la incertidumbre de si la operación se llevará definitivamente a cabo o no. Sin embargo, a pesar de esta dificultad inicial no debe olvidarse que el contrato es la Ley creada por las partes para regir su relación y que si ellas las han incluido es porque encuentran que tienen cierta justificación.

Otro argumento a favor de la inclusión de estas cláusulas es que las elevadas cuantías de estos contratos, hacen que sea conveniente incluir una cláusula que proporcione seguridad a la parte que pueda invocar el acaecimiento de un cambio material adverso. Si se produce tal presupuesto haría excesivamente onerosa la prestación de la contraparte, y conforme a las reglas de la buena fe la resolución o negociación del contrato sería una consecuencia esperada por ésta.

Podría plantearse incluso que el acaecimiento de los presupuestos pactados ha generado un cambio o inexistencia de objeto contractual. Esto genera también una causa de nulidad del contrato por falta de un elemento esencial del mismo.

V. Elemento temporal

Es un elemento necesario para la introducción de las cláusulas el transcurso de un período de tiempo amplio entre la firma del contrato y su ejecución. El plazo mínimo no se encuentra determinado, pero la práctica nos demuestra que es de meses o incluso años¹¹. Las cláusulas encuentran su operatividad en este período de tiempo durante el cual el contrato se encuentra en situación de pendencia.

Este período puede establecerse por distintas causas, siendo las más comunes la necesidad de obtener la previa aprobación de los accionistas o del personal laboral de la sociedad y obtener autorizaciones de órganos administrativos supervisores de las autoridades en materia de competencia o del mercado de valores.

¹¹ Vid. *IBP, Inc. Shareholders Litig. v. Tyson Foods, Inc*, 789 A.2d 14 (Del. Ch. 2001).

VI. El problema jurídico fundamental: de la cláusula *rebus sic stantibus* a la onerosidad sobrevenida

Discutida resulta la determinación de la naturaleza jurídica de estas cláusulas, que presentan importantes dificultades para su incorporación al *civil law*, de acuerdo con los principios generales que lo informan. Las cláusulas MAC aparecen redactadas en los contratos como una condición de la que se hace depender la eficacia de éste. De una primera impresión, podrían incluirse las cláusulas MAC en la categoría de la condición resolutoria. La relación despliega todos sus efectos desde el momento mismo de la celebración del negocio jurídico constitutivo, quedando sin efectos si el cambio establecido por las partes se cumple.

A pesar de este análisis, no es adecuado considerar que las cláusulas MAC puedan considerarse condiciones. En primer lugar porque la condición resolutoria parece referirse a un contrato en el que las partes ya se han entregado las prestaciones. Esto no ocurre en los contratos en los que se incluyen estas cláusulas, pues ésta despliega su eficacia desde la firma hasta la conclusión de la negociación y con frecuencia no es hasta ese momento cuando se han realizado las prestaciones.

Los Principios del Derecho europeo de contratos hacen referencia en su art. 6.111 al “cambio de circunstancias”¹². Parten del principio de *pacta sunt servanda*, no obstante, el mismo precepto reconoce que cuando el cumplimiento resulte excesivamente oneroso como consecuencia de este cambio de circunstancias las partes estarán obligadas a renegociar las condiciones o ponerle fin. En el caso de que éstas no lleguen a un acuerdo en un plazo razonable el citado art. 1 prevé la intervención de la autoridad judicial para que sea ésta quien decida. La doctrina ha tratado el tema del cambio de circunstancias, reconociendo que cuando se produzca este cambio de circunstancias que destruyan la relación de equivalencia, aplicar el principio de *pacta sunt servanda* iría en contra de la justicia material.

Algunos ordenamientos han previsto este supuesto. El *Código civil* con la doctrina de la excesiva onerosidad sobrevenida, permitiendo que la parte que la soporte solicite la resolución del contrato, pudiendo la otra proponer una renegociación de las condiciones. Deben que-

¹² L. Díez-Picazo, A.M. Morales y E. Roca Trías, *Los Principios del Derecho europeo de contratos*¹, Madrid, 2002, pp. 291 ss; AA.VV., *Principios del Derecho contractual europeo*, Partes I y II (edición a cargo de Barres Benlloch, Embid Irujo y Martínez Sanz), Madrid, 2003, p. 54 y 291 ss.

dar fuera de esta posibilidad aquellos contratos en los que el fin último es la especulación, en tal caso la parte asume tal riesgo. Otros ordenamientos que prevén esta posibilidad son el griego y el portugués. El Código civil holandés fundamenta la modificación de las condiciones o la resolución del contrato en la buena fe.

Frente a las legislaciones que han previsto esta posibilidad, se encuentran los países en los que la solución ha sido construida por la jurisprudencia, como es el caso de España, aplicando la cláusula *rebus sic stantibus*, o el Derecho alemán aplicando la buena fe.

Otros ordenamientos no dan protección a la parte que haya sufrido la alteración de las circunstancias, como el Derecho belga o francés, salvo en los contratos administrativos en los que aplican la doctrina de la imprevisión consistente en que un cambio de circunstancias puede generar la extinción del contrato o su modificación por un tribunal o, el inglés que solo concede protección en caso de imposibilidad.

Los Principios de Derecho europeo exigen que para que opere la renegociación o resolución del contrato deben concurrir determinados requisitos:

- Onerosidad extraordinaria para una de las partes
- Cambio de circunstancias se hubiera producido después de la celebración del contrato.
- Cambio de circunstancias resultaba imprevisible: aplicando el parámetro de la persona media en esa misma situación, en caso de que fuese previo habría que aplicar la teoría del error.
- Se excluye la aplicación si la parte que sufrió la onerosidad, tuviera el deber jurídico de soportar el riesgo en virtud del propio contrato.
- Los Principios de UNIDROIT también hacen referencia al cambio de circunstancias, con el término *hardship*.

Las cláusulas MAC guardan estrecha relación con la *cláusula rebus sic stantibus*, reconocida por la doctrina y aplicada, aunque con muchas restricciones, por la jurisprudencia. La doctrina se ha preocupado de determinar cómo puede influir en un contrato, una modificación sobrevenida de las circunstancias que las partes tuvieron en cuenta en el momento de la firma del contrato para que éste llegase al fin propuesto por ambas, o incluso circunstancias que no tuvieron en

cuenta pero desde una perspectiva objetiva eran de gran trascendencia para alcanzar el buen fin de la operación.

La jurisprudencia del Tribunal Supremo se ha pronunciado en numerosas ocasiones sobre la *rebus sic stantibus*. Destaca a este respecto la STS 23 de abril de 1991¹³, que ha reconocido que dicha cláusula:

- No está legalmente reconocida.
- Dada su elaboración doctrinal y los principios de equidad a que puede servir, existe una posibilidad de que sea elaborada y admitida por los Tribunales.
- Es una cláusula peligrosa y, en su caso, debe admitirse cautelarmente.
- Su admisión requiere: a) una “alteración extraordinaria” de las circunstancias en el momento de cumplir el contrato en relación con las concurrentes al tiempo de su celebración; b) una “desproporción exorbitante”, entre las prestaciones de las partes contratantes que verdaderamente derrumben el contrato por aniquilación del equilibrio de las prestaciones, y c) que todo ello acontezca por la sobrevenida de “circunstancias realmente imprevisibles”.

Parece que es una figura semejante a las cláusulas MAC. No obstante, la jurisprudencia española se ha pronunciado reconociendo que el cambio sobrevenido de las circunstancias no permite resolver el contrato, sino modificar las condiciones, para restaurar el equilibrio de las prestaciones. Por el contrario, las cláusulas MAC permiten a la parte que invoque la existencia de un cambio material adverso, tanto renegociar las condiciones como dejar el acuerdo sin efecto.

Sin perjuicio de la semejanza con la figura de la *rebus sic stantibus*, debemos tener en cuenta la interdicción de la arbitrariedad, principio general en el Derecho de obligaciones, de manera que el cumplimiento del contrato no puede quedar supeditado a la voluntad de una de las partes (art. 1256 Cc).

A pesar de la admisión de la cláusula *rebus sic stantibus*, la práctica nos demuestra que los Tribunales han sido muy restrictivos en su aplicación. Esto presenta una cierta dificultad para justificar la validez de las cláusulas MAC. No parece coherente que mientras que los ordenamientos nacionales en aplicación del principio *pacta sunt ser-*

¹³ RJ 1991\3023.

vanda nieguen la posibilidad de resolver o renegociar los contratos, en la contratación internacional ésta sea una posibilidad ampliamente permitida. No hay criterio para admitir tal diversidad de tratamiento.

Las cláusulas MAC plasmadas en los contratos presentan una redacción que se caracteriza por su vaguedad y falta de precisión, lo que genera una cierta duda sobre que supuestos podrán considerarse cambio material adverso. Basta con citar una cláusula para observar su redacción:

“Material Adverse Effect” means a material adverse effect on the financial condition, business, or results of operations of the Company and its Subsidiaries, taken as a whole, except to the extent any such effect results from: (a) changes in GAAP or changes in regulatory accounting requirements applicable to any industry in which the Company or any of its Subsidiaries operate; (b) changes in Applicable Law provided that, for purposes of this definition, “changes in Applicable Law” shall not include any changes in Applicable Law relating specifically to the education finance industry that are in the aggregate more adverse to the Company and its Subsidiaries, taken as a whole, than the legislative and budget proposals described under the heading “Recent Developments” in the Company 10-K, in each case in the form proposed publicly as of the date of the Company 10-K or interpretations thereof by any Governmental Authority; (c) changes in global, national or regional political conditions (including the outbreak of war or acts of terrorism) or in general economic, business, regulatory, political or market conditions or in national or global financial markets; that such changes do not disproportionately affect the Company relative to similarly sized financial services companies and that this exception shall not include changes excluded from clause (b) of this definition pursuant to the proviso contained therein; (d) any proposed law, rule or regulation, or any proposed amendment to any existing law, rule or regulation, in each case affecting the Company or any of its Subsidiaries and not enacted into law prior to the Closing Date; (e) changes affecting the financial services industry generally; that such changes do not disproportionately affect the Company relative to similarly sized financial services companies and that this exception shall not include changes excluded from clause (b) of this definition pursuant to the proviso contained therein; (f) public disclosure of this Agreement or the transactions contemplated hereby, including the initiation of litigation by any Person with respect to this Agreement; (g) any change in the debt ratings of the Company or any debt securities of the Company or any of its Subsidiaries in and of itself (it being agreed that this exception does not cover the underlying reason for such change, except to the extent such reason is within the scope of any other exception within this definition); (h) any actions taken (or omitted to be taken) at the written request of Parent; or (i) any action taken by the Company, or which the Company causes to be taken by any of its Subsidiaries, in each case which is required pursuant to this Agreement”.

Es la falta de precisión en los supuestos establecidos por las partes la que nos acerca a la arbitrariedad prohibida, y nos lleva a poner cautelas a la aplicación de las cláusulas MAC en contratos regidos por el Derecho de obligaciones continental.

Para evitar estos problemas de aceptación de las cláusulas MAC sería conveniente fijar de forma detallada qué hechos se comprenden dentro de “cambio material adverso”. La práctica nos demuestra que las partes contratantes no son partidarias de vincularse de forma estricta y precisa y redactan estas cláusulas de una manera amplia y sin especificar tanto hechos, como categorías de riesgos genéricos, lo que genera cierta inseguridad. Esto da lugar a numerosos conflictos pues los intereses de cada contratante son distintos. Por ello mientras que la parte que invoque la existencia de un cambio material adverso intentará que el ámbito de aplicación de la cláusula sea amplio y comprenda el cambio que haya ocurrido, la otra parte tratará de hacer una interpretación restrictiva de dicha cláusula, limitando los supuestos a los que se refiere.

En EE UU los conflictos han sido resueltos principalmente por los Tribunales de Delaware y de Nueva York, haciendo éstos una interpretación restrictiva. Han considerado que el acontecimiento no constituía un cambio material adverso y han condenado a la parte que lo invocaba a cumplir el contrato. Por tanto, pese a lo que pueda pensarse, no pueden considerarse como una posibilidad de escape que se reserva una de las partes.

La jurisprudencia citada ha reconocido que para que la invocación de una cláusula MAC pueda prosperar es necesario que las partes en el acuerdo¹⁴:

- Cuantifiquen el umbral de materialidad, esto es, atribuirle un valor económico, una cantidad a partir de la cual el cambio considerado perjudicial o adverso para el negocio transmitido se ha de considerar en todo caso como material adverso.
- Especifiquen qué aspectos son esenciales para las partes, esto es, que traten sustancialmente todos los supuestos.
- El plazo desde la firma hasta la ejecución de la operación sea amplio (varios meses o incluso años).
- La parte deberá probar que hubo un cambio, y no un evento que se reflejó en el acuerdo o que fuera conocido por el adquirente o por su industria en el momento de la firma de la operación.

¹⁴ http://www.lexnoir.org/index.php?option=com_content&task=view&id=86&Itemid=63.

– Las cláusulas se refieren a cambios imprevisibles por las partes en el momento de la firma del contrato. Pactan qué cambios podrán generar el derecho a desistir o a renegociar, pero la producción de éstos no es conocida ni previsible por ellas.

Pero las preguntas que al respecto caben plantear son tan elementales como: ¿es imprevisible que las acciones de una sociedad disminuyan un 10% su cotización en el periodo de pendencia?, o ¿es imprevisible que los beneficios de una sociedad, en las circunstancias económicas en que nos encontramos, disminuyan en cuantía elevada?, o ¿es imprevisible que pierdan grandes expectativas?

Las respuestas las van a dar las partes en su propio interés, es difícil que lleguen a un acuerdo y por tanto, la resolución del conflicto se tramitará mediante procedimientos judiciales o arbitrales, que tienen la interpretación de tan discutida pero valiosa cláusula como esencia del debate. ¿Qué criterio seguir? Aquí no vale la máxima latina *in claris non fit interpretatio* porque es evidente que no es *claris*. En todo caso la ley aplicable al contrato debe tener un papel predominante. Al encontrarnos en el campo del Derecho de obligaciones, donde encuentra su máxima expresión el principio de la autonomía de la voluntad, debe atenderse a la intención de las partes, haciendo referencia al momento en que acordaron la operación, de manera que si queda claro que el hecho ocurrido lo habían considerado las partes como cambio material adverso, se estime la pretensión del que invoque la cláusula. En estos procesos, como en todos, la prueba tiene un peso esencial, será a la parte que invoque la cláusula a la que corresponda probar que el acontecimiento se encontraba dentro de la cláusula MAC.

Ciertos abogados especialistas recomiendan a sus clientes que establezcan cláusulas menos vagas, para así evitar los problemas en el campo de la prueba. No es la solución perfecta tampoco, ya que tiene ciertos peligros. Si la cláusula es demasiado específica, los factores que no estén expresamente citados, no van a poder defenderse como cambio material adverso, pues los Tribunales se van a limitar al texto de la cláusula mediante una interpretación literal. Esto genera un excesivo riesgo para las partes, pues antes de formalizar el acuerdo, deben hacer un estudio exhaustivo, previendo todo tipo de cambios que se pudieran producir, lo que implica un cierto control del futuro y anticipación al mismo, algo que resulta materialmente imposible.

VII. Cambios que mejoren la situación

A la vista de los supuestos estudiados, todos los cambios que se producen son perjudiciales, de manera que hace que, en unos casos la empresa a adquirir disminuya su valor, o las entidades prestatarias disminuyan su solvencia y por ello se les exijan garantías más onerosas.

Pero nos podemos plantear el supuesto contrario. ¿Sería posible que las circunstancias mejorasen, desde el momento de la firma hasta la ejecución de la operación? En tal caso, el precio fijado para la adquisición no sería suficiente. En esta situación se produce un intercambio de papeles. Los interesados en desistir de la operación o renegociar serían la empresa adquirida o la entidad financiada.

El problema de si este supuesto se podría incluir en el concepto de cambio material adverso arranca del nombre de la figura. El calificativo de “adverso” no es suficiente para justificar una exclusión de la aplicación de estas cláusulas a este supuesto, previa la adaptación de su nombre y contenido.

Aunque con carácter general, en estas operaciones la cláusula da la posibilidad de desistir a la parte compradora, existe algún supuesto en el que ha sido el vendedor el que ha invocado un cambio material y ha resuelto la operación. Así, se presenta el asunto de General Motors que había acordado la venta de sus filiales en Europa, Opel y Vauxhall, a la entidad Magna Internacional. Según los datos aportados por la prensa, la decisión de General Motors de desistir de la operación se basa en “la mejora de las condiciones de negocio” y en “la importancia de las dos marcas, Opel y Vauxhall”.

RESUMEN: Las cláusulas MAC incluidas en diversas categorías contractuales legitiman a una de las partes para exigir la resolución o renegociación del contrato ante el acaecimiento de los “cambios materiales adversos” por ellas pactados. En este trabajo se analizan los posibles problemas que puede plantear su inclusión en contratos regidos por el Derecho continental europeo y por los principios que lo informan. En ese análisis apuntamos algunos aspectos de las cláusulas MAC cercanos con algunas instituciones nacionales y con los principios de Derecho europeo y de UNIDROIT.

PALABRAS CLAVE: CAMBIO MATERIAL ADVERSO – PENDENCIA – ARBITRARIEDAD – *REBUS SIC STANTIBUS* – *HARDSHIP*.

ABSTRACT: MAC Clauses inserted in several contracts' types entitle one of the parties to claim for termination or renegotiation of the contract when “ma-

terial adverse changes” they have agreed on do take place. This paper assesses the possible problems raised by their inclusion in agreements governed by European civil law and its interpretation principles. In such assessment we point out certain issues of MAC Clauses close to some national institutions and to principles of European Law and of UNIDROIT.

KEY WORDS: MATERIAL ADVERSE CHANGE – PENDINGNESS – ARBITRARINESS – *REBUS SIC STANTIBUS* – HARDSHIP.