



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**Em Busca da Força Material: as Cláusulas MAC (*Material Adverse Change*) e MAE (*Material Adverse Effect*) em Contratos de Compra e Venda de Empresas**

Olívia da Silva Almeida

Mestrado em Direito

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2023





UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

**Em Busca da Força Material: as Cláusulas MAC (*Material Adverse Change*) e MAE (*Material Adverse Effect*) em Contratos de Compra e Venda de Empresas**

Olívia da Silva Almeida

Orientador: José Augusto Quelhas Lima Engrácia Antunes

Mestrado em Direito

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2023

## *Dedicatória*

À minha querida Mãe, guerreira nata, pela força da Natureza que representa, e pelo apoio incondicional que me proporcionou durante todo o meu percurso acadêmico.

Ao meu amado Noivo, pelo seu poder motivacional, compreensão, e auxílio constante.

## **Epígrafe**

“O homem projeta e faz eventos  
Conta com a ajuda da natureza,  
Não conta com as partidas do tempo  
Que por vezes nos traz grandes surpresas.”

Adelino Augusto Tavares

## **Agradecimentos**

Ao Senhor Professor Doutor José Augusto Quelhas Lima Engrácia Antunes, pela sua orientação, aconselhamento e inteira disponibilidade.

Aos meus Pais e Tio, por serem o meu suporte, a todos os níveis.

Ao meu Ilustre Patrono, por me ajudar a acreditar que é possível.

## Resumo

A presente dissertação versa sobre a aposição de cláusulas MAC (*Material Adverse Change*) e MAE (*Material Adverse Effect*) em contratos de compra e venda de empresas, e a problemática procura pela força material de um dado evento e respetivo efeito/s. O objetivo desta investigação traduz-se, por isso, na tentativa de estabelecimento dos critérios a observar na qualificação de uma determinada alteração e efeito/s, como “materiais”.

Principiaremos, então, pelo enquadramento do tipo clausular no âmbito do qual, frequentemente, as cláusulas MAC e MAE são previstas. Com efeito, trataremos do contrato de compra e venda, enquanto forma transmissiva de empresa, e enquanto instrumento de distribuição do risco, por ser composto por várias “peças” com essa função, de entre elas, as cláusulas supra-mencionadas.

Será, depois, a partir dessa base introdutória, que iniciaremos o tratamento das mesmas. Irei defini-las, abordando os seus desígnios, origem e evolução, comparando-as com outras cláusulas, igualmente importantes no panorama jurídico-negocial, e assinalando as suas principais modalidades. Por conseguinte, procederemos a uma análise crítica dos elementos que as compõem, atentando, com maior afincamento, ao da “materialidade”.

A propósito desta, mencionaremos algumas das decisões judiciais mais relevantes no que toca a esta temática, após o que tentaremos estabelecer, com base nas mesmas, um modo de avaliação da existência, ou não, de “materialidade”. Iremos refletir sobre aquele que é o “percurso de vida” de uma cláusula deste tipo, rematando com a relação existente entre esta e o instituto da alteração das circunstâncias. Por fim, concretizaremos as nossas reflexões finais.

## Palavras-chave

Alteração Material Adversa; Efeito Material Adverso; Materialidade; Contrato de Compra e Venda de Empresa.

## **Abstract**

This dissertation is about the inclusion of MAC (*Material Adverse Change*) and MAE (*Material Adverse Effect*) clauses in contracts for the purchase and sale of companies, and the problematic search for the material force of a given event and its effect/s. The aim of this research is, therefore, an attempt to establish the criteria to be observed in the qualification of a particular change and effect/s, as "materials".

We will then start with the context of the clausal type in which MAC and MAE clauses are often included. In effect, we will deal with the purchase and sale contract, as a transmissive form of business, and as an instrument for distributing risk, as it is composed of several "parts" with this function, including the aforementioned clauses.

It will then be from this introductory basis that we will begin our treatment of these clauses. I will define them, address their purpose, origin and evolution, comparing them with other clauses, that are equally important in the legal-business area, and pointing out their main modalities. Therefore, we will proceed to a critical analysis of the elements that compose them, paying particular attention to "materiality".

In this regard, we will mention some of the most relevant court decisions on the subject, after which we will try to establish, based on them, a way of evaluating the existence, or not, of "materiality". We will reflect on the "life course" of a clause of this type, ending with the relationship between it and the institute of changing circumstances. Finally, we will conclude with our final reflections.

## **Keywords**

Material Adverse Change; Material Adverse Effect; Materiality; Company Purchase and Sale Agreement.

## Índice

Lista de Siglas e Abreviaturas .....	11
I. Introdução.....	12
II. O Contrato de Compra e Venda.....	13
1. Enquanto Forma Transmissiva de Empresa.....	13
2. Enquanto Instrumento de Partilha do Risco.....	15
III. E a Aposição de Cláusulas <i>Material Adverse Change</i> e <i>Material Adverse Effect</i> .....	16
1. Prolegómenos da sua Essência.....	16
2. Origem e Evolução.....	18
3. Delimitação Conceptual.....	19
3.1. Com as Restantes Cláusulas de Adaptação .....	19
3.1.1. Cláusulas de <i>Hardship</i> .....	20
3.1.2. Cláusulas de Força Maior .....	21
3.2. Com as Cláusulas de Declarações e Garantias .....	22
4. Modalidades.....	23
5. Análise Crítica ao seu Objeto.....	25
5.1 Os Conceitos de Alteração e Efeito Materiais Adversos.....	25
5.1.1. “Alteração” .....	25
5.1.2. “Efeito” .....	26
5.1.3. “Materialidade” .....	26
5.1.3.1. A “Caça ao Tesouro”: Jurisprudência Relevante na Procura pela Força Material .....	27
5.1.3.1.1. O Caso <i>IBP versus Tyson Foods</i> .....	28
5.1.3.1.2. Decisões Judiciais Ulteriores .....	30
5.1.3.2. Proposta de Critérios de Avaliação .....	31
5.1.4. “Adversidade” .....	35

<b>6. <i>Iter Vitae</i> Clausular .....</b>	<b>35</b>
<b>6.1. Negociação .....</b>	<b>35</b>
<b>6.2. Técnicas de Redação .....</b>	<b>37</b>
<b>6.3 Invocação, e respectivos efeitos.....</b>	<b>38</b>
<b>7. A Relação entre o Instituto da Alteração das Circunstâncias e as Cláusulas MAC e MAE .....</b>	<b>39</b>
<b>IV. Considerações Finais .....</b>	<b>43</b>
<b>V. Bibliografia .....</b>	<b>45</b>
<b>VI. Jurisprudência .....</b>	<b>52</b>

## **Lista de Siglas e Abreviaturas**

Ac. - Acórdão

Al. - Alínea

Art.º - Artigo

CC - Código Civil

CCom – Código Comercial

MAC - *Material Adverse Change*

MAE - *Material Adverse Effect*

n.º - Número

n.ºs - Números

p. - Página

STJ - Supremo Tribunal de Justiça

TRC - Tribunal da Relação de Coimbra

TRL - Tribunal da Relação de Lisboa

TRP - Tribunal da Relação do Porto

## I. Introdução

Na presente dissertação, procuramos propor respostas às questões que, normalmente, a eventual aplicação das cláusulas MAC e MAE<sup>1</sup> suscitam: será que a alteração adversa ocorrida é suficientemente relevante, a ponto de ser considerada “material”? Quais os critérios a que devemos atender para efetuar tal avaliação? Existem técnicas a que podemos recorrer no momento da redação das cláusulas MAC e MAE? Qual a relação entre este tipo clausular, e o instituto da alteração das circunstâncias, previsto no artigo 437.º do CC?

A pertinência da abordagem deste tema prende-se, essencialmente, com o facto das cláusulas MAC e MAE serem ainda, em Portugal, parcamente estudadas, o que se contrapõe ao crescente recurso das mesmas em negociações de empresas. ANDREW SCHWARTZ<sup>2</sup> considera-a como sendo a "mais importante das cláusulas no mais importante dos contratos dos nossos dias. E ainda assim ninguém parece saber o que significa."

Após esta introdução, no capítulo II abordaremos o contrato de compra e venda, enquanto forma transmissiva de empresa, e enquanto instrumento de repartição dos riscos inerentes ao tráfego negocial, porquanto as cláusulas MAC e MAE constituem uma “peça” do mesmo, idónea, *per se*, ou em conjunto com outras, à distribuição daqueles.

Por conseguinte, no capítulo III, iremos tratar da aposição deste tipo clausular no contrato supramencionado. Principiando pelo estudo da sua essência, descobrindo a sua origem e evolução, delimitaremos conceptualmente as mesmas com outras cláusulas similares, e apontaremos as suas modalidades mais frequentes, tudo com vista a uma inteira compreensão das cláusulas MAC e MAE.

Concluída esta apresentação, seguiremos com uma análise crítica ao seu objeto (o evento material adverso, e correspondentes efeitos), explorando cada um dos conceitos integrantes individualmente. No que diz respeito ao da “materialidade”, por ser o mais difícil de definir, será realizado um exame mais profundo à jurisprudência relevante nesse âmbito. E com base em

---

<sup>1</sup> Utilizaremos, ao longo de toda a dissertação, as siglas MAC e MAE, representativas de *Material Adverse Change* (alteração material adversa) e *Material Adverse Effect* (efeito material adverso), já que é dessa forma que tais cláusulas têm vindo a ser denominadas. A internacionalização da linguagem utilizada em processos de compra e venda de empresa, bem como a sua origem e notoriedade no sistema anglo-saxónico, leva a que sejam sempre mencionadas em inglês, e não em português, cujas siglas seriam “AMA” e “EMA”, representativas de “Alteração Material Adversa” e “Efeito Material Adverso”.

<sup>2</sup> “(...) the MAC clause is the most important term in the most important contracts of our time. And yet no one seems to know what it means.”, SCHWARTZ, Andrew A. (2010) - *A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause*, UCLA Law Review, n.º 57, 789-840, [791], disponível em <https://scholar.law.colorado.edu/faculty-articles/451>.

toda essa investigação, tentaremos propor os critérios de avaliação que consideraremos serem exequíveis, quanto à determinação, ou não, da existência de “materialidade”, respondendo à principal questão colocada aquando da invocação destas cláusulas.

Analisaremos a relação entre estas e o instituto da alteração das circunstâncias, dada a sua proximidade estrutural e funcional, ao que, de seguida, prosseguiremos com uma expedição pelo *iter vitae* clausular, composto, essencialmente, por três partes: a negociação, da qual resulta a redação estratégica da cláusula, e, por fim, se for o caso, a sua invocação, e respetivos efeitos. Encerraremos este capítulo, refletindo sobre a relação entre as cláusulas MAC e MAE, e o instituto da alteração das circunstâncias, previsto no art.º 437.º do CC.

Por fim, no capítulo IV, procederemos às considerações finais desta dissertação, nas quais responderemos às perguntas cuja tentativa de esclarecimento nos moveu à elaboração da mesma.

## **II. O Contrato de Compra e Venda**

### **1. Enquanto Forma Transmissiva de Empresa**

O contrato<sup>3</sup>, de “mecanismo funcional e instrumental da propriedade”, evoluiu para um “mecanismo funcional e instrumental da empresa”<sup>4</sup>. MENEZES CORDEIRO define o conceito desta última como “um conjunto concatenado de meios materiais e humanos, dotados de uma especial organização e de uma direção, de modo a desenvolver uma atividade segundo regras de racionalidade económica”<sup>5</sup>. O mesmo pode ter dois sentidos: um objetivo, de acordo com o qual a empresa é encarada como um objeto de negócios<sup>6</sup>, e um subjetivo, nos termos do qual a empresa corresponde a um sujeito jurídico que exerce uma atividade económica<sup>7</sup>.

---

<sup>3</sup> Corresponde, em suma, a um facto jurídico, voluntário e lícito, composto por uma ou mais declarações de vontade, com vista à produção dos efeitos jurídicos pretendidos pelas partes. ANDRADE, M. A. Domingues de (1992) – *Teoria Geral da Relação Jurídica*, vol.2, 7.ª reimp., Coimbra: Livraria Almedina, 25.

<sup>4</sup> ROPPO, Enzo (2009) – *O Contrato*, Brasil: Almedina, 67.

<sup>5</sup> CORDEIRO, A. Menezes (2022) – *Direito Comercial*, 5.ªed., Coimbra: Almedina, 324.

<sup>6</sup> Que, de resto, será aquele a que nos iremos referir, sempre que mencionemos tal conceito.

<sup>7</sup> ABREU, J. M. Coutinho de (2022) – *Curso de Direito Comercial*, vol.1, 13.ªed., Coimbra: Almedina, 212.

O contrato de compra e venda<sup>8</sup> de empresa constitui um contrato comercial<sup>9</sup>, porquanto estão envolvidas empresas comerciais, isto é, empresas cuja atividade versa sobre atividades objetivamente mercantis (art.º 463.º do CCom). Aliás, os contratos comerciais são, hoje em dia, “essencialmente contratos de empresa”<sup>10</sup>. Para além disso, os contratos de negociação desta<sup>11</sup> correspondem a contratos comerciais naturalmente empresariais, segundo o critério da conexão entre o contrato e a empresa. Tais contratos, por oposição aos contratos normativamente empresariais, podem ser celebrados por particulares, mas, normalmente, pressupõem, no mínimo, que uma das partes seja titular de uma empresa, ou então que ambas tenham o objetivo de procederem à prática comercial<sup>12</sup>.

Isto posto, importa notar que a transmissão empresarial pode revelar-se sob variadíssimas formas, as quais se podem organizar em dois grupos. Um deles é o da transmissão direta (*asset deals*), no qual a empresa em si constitui o objeto contratual a que mais se encontra associado, sendo processado, tipicamente, de acordo com modelos negociais sintéticos, os quais se caracterizam pelo seu minimalismo ao nível da regulação contratual. O outro é o da transmissão indireta de empresas (*share deals*), no qual se transfere a propriedade económica daquelas, por via da obtenção do controlo sobre o capital social e o governo das mesmas. No seio deste grupo, tem-se vindo a notar o recurso a modelos negociais analíticos, os quais, por sua vez, se diferenciam dos anteriores pelo seu estilo maximalista, em função do seu modo detalhado de previsão contratual, na qual sobressai a autonomia privada das partes que à mesma subjaz<sup>13</sup>.

No que concerne ao primeiro<sup>14</sup>, os negócios tendentes à transferência da empresa, de uma parte contratante para outra, recaem diretamente sobre a mesma, os quais se traduzem,

---

<sup>8</sup> O contrato de compra e venda corresponde, no âmbito da transmissão onerosa de bens, ao contrato por excelência. Razões atributivas de tal título explanadas em GUEDES, A. Agostinho, e GOMES, J. Vieira (2023) - *Comentário ao Código Civil, Direito das Obrigações, Contratos em Especial*, col. “Comentários de Leis”, Lisboa: Universidade Católica Editora, 23.

<sup>9</sup> GOMES, J. Ferreira (2022) - *M&A Aquisição de empresas e de participações sociais*, Lisboa: AAFDL Editora, 231.

<sup>10</sup> ANTUNES, A. José Engrácia (2009) – *Direito dos Contratos Comerciais*, Coimbra: Almedina, 42 e 296.

<sup>11</sup> *Ibidem*, 45 e 46.

<sup>12</sup> Para um estudo mais abrangente dos tipos de contratos comerciais, *ibidem*, 41 e 51.

<sup>13</sup> Ac. do STJ, de 26/11/2014, Processo n.º 282/04.9TB AVR.C2.S1, Relator Tavares de Paiva, disponível em <https://www.dgsi.pt/>; ANTUNES, J. Engrácia (2008) – *A Empresa como Objeto de Negócios, “Asset Deals” Versus “Share Deals”*, Revista da Ordem dos Advogados, vol. 2/3, n.º 68, 715-793, [723, 724, 727, 746 à 748], disponível em <https://portal.oa.pt/publicacoes/revista-da-ordem-dos-advogados/>, no qual se estabelece, mais precisamente na p.727, que, nos *asset deals*, o empresário detém a propriedade direta (ou “real”) da empresa, ao passo que, nos *share deals*, não é o titular das participações sociais de controlo o detentor imediato da empresa, o qual possui apenas a propriedade indireta (ou “corporativa”) da mesma, mas antes a sociedade comercial, pessoa coletiva *per se*, distinta dos sócios, pessoas singulares ou coletivas, possuidores das respetivas participações sociais.

<sup>14</sup> *Ibidem*, 717 à 722.

sobretudo, no trespasse, negócio translativo definitivo, da propriedade do estabelecimento, o qual se encontra previsto no art.º 1112.º, n.º 1, al. a), do CC, e na locação de estabelecimento comercial, negócio translativo temporário, do gozo daquele, legalmente aposta no art.1109.º do CC.

Na esfera do segundo<sup>15</sup>, o qual predomina atualmente, pela sofisticação e diversidade que o caracteriza, incluem-se, desde logo, a compra e venda de participações sociais de controlo, a qual se traduz na aquisição de “frações do capital social” bastantes à obtenção do domínio jurídico sobre a empresa objeto<sup>16</sup>, mas também os *leveraged buyouts*, as operações de reorganização societária, as liquidações societárias, judiciais e insolvenciais, entre outros<sup>17</sup>.

## 2. Enquanto Instrumento de Partilha do Risco

O risco traduz-se num conceito indeterminado<sup>18</sup>, o qual pode ser definido como “(...) uma situação de incerteza acerca da potencial ocorrência de um evento gerador de prejuízo, que o sujeito terá de suportar na qualidade de titular de uma determinada posição jurídica”<sup>19</sup>. A existência de risco pressupõe a representação, pelas partes, de situações hipotéticas<sup>20</sup>, cuja probabilidade de ocorrência é incerta, aquando da celebração do contrato aquisitivo. Uma perspectiva probabilística das partes, aliada a um estudo casuístico<sup>21</sup>, permite às mesmas uma distribuição mais conveniente daquele, e adaptada à realidade subjacente à intenção de negociar.

A “assimetria informativa” que marca a relação entre as partes contratantes no decorrer das negociações, bem como, por exemplo, o hipotético insucesso por parte do adquirente, na angariação de financiamento para o ato de compra, ou o equívoco gerado por uma deficiente

---

<sup>15</sup> *Ibidem*, 722 à 746.

<sup>16</sup> GOMES, J. Ferreira (2022) - *M&A Aquisição de empresas e de participações sociais*, cit., 33, 50 e 53, concluindo, porém, na última p. referida, que “(...) a dimensão da participação adquirida, por referência ao capital social, é um indício relevante na determinação do sentido contratual, mas não é, só por si, decisivo.”

<sup>17</sup> De notar que, ao longo de toda a dissertação, debruçar-nos-emos apenas sobre as aquisições de empresas reguladas no âmbito do direito privado, e não as que ocorrem sob o regime do direito público.

<sup>18</sup> MELO, Pedro (2011) - *A Distribuição do Risco nos Contratos de Concessão de Obras Públicas*, Coimbra: Almedina, 61 a 65.

<sup>19</sup> COSTA, M. Fontes da (2019) – *Da Alteração Superveniente das Circunstâncias, Em Especial à Luz dos Contratos Bilateralmente Comerciais*, col. “Teses de Doutoramento”, Coimbra: Almedina, 374. Sobre as teorias existentes acerca deste conceito, *vide* FRADE, Catarina (2009) - *O direito face ao risco*, Revista Crítica de Ciências Sociais, vol.86, 53-72, [54 a 63], disponível em <https://estudogeral.uc.pt/handle/10316/33761>.

<sup>20</sup> Se não representáveis pelas partes, valem meramente como “acontecimentos imprevistos”, tal como se explica em MELO, Pedro (2011) – *A Distribuição do Risco nos Contratos de Concessão de Obras Públicas*, cit., 74.

<sup>21</sup> COSTA, M. Fontes da (2021) – *Distribuição de Riscos Contratuais e a Pandemia de Covid-19*, Revista Universul Juridic, n.º 11, 205-220, [209 e 210], disponível em <https://revista.universuljuridic.ro/>.

avaliação da empresa objeto<sup>22</sup>, conduzem o risco para a esfera do comprador, o qual tem, naquelas eventualidades, e perante a ausência de qualquer proteção contratual ou legal, de suportar o infortúnio. Ademais, tratando-se de um contrato prolongado no tempo<sup>23</sup>, reclama, por isso, de um elevado nível de atenção no que à previsão do modo de repartição do risco diz respeito.

As cláusulas MAC e MAE são peças que compõe o instrumento “contrato de compra e venda de empresa”, e que, em conjunto com os demais componentes, permitem ao mesmo cumprir o seu desígnio. Dedicemo-nos, então, de agora em diante, à sua análise.

### III. E a Aposição de Cláusulas *Material Adverse Change* e *Material Adverse Effect*

#### 1. Prolegómenos da sua Essência

Frequentemente apostas em contratos de compra e venda de empresas, ou em acordos de fusões de sociedades<sup>24</sup>, as cláusulas contratuais sobre alterações materiais adversas, ou igualmente denominadas, sobre alterações depreciativas, acreditadas como as mais poderosas do nosso tempo<sup>25</sup>, distribuem o risco da ocorrência daquelas durante o período (denominado *interim period*) que medeia a vinculação das partes ao processo negocial (o intitulado *signing*), e a celebração da transação empresarial (conhecida por *closing*)<sup>26</sup>.

---

<sup>22</sup> GOMES, J. Ferreira (2022) - *M&A Aquisição de empresas e de participações sociais*, cit., 225.

<sup>23</sup> Isto sucede, na medida em que as partes condicionam, normalmente, a produção dos efeitos jurídicos destes contratos à ocorrência de certos eventos. *Ibidem*, 226.

<sup>24</sup> COSTA, M. Fontes da (2019) – *Da Alteração Superveniente das Circunstâncias*, ..., cit., 395, e DUARTE, D. Pereira (2015) - *A regulação contratual do risco*, Revista de Direito das Sociedades, ano VII, n.º 1, 189-235, [220], disponível em <https://www.revistadedireitodassociedades.pt/>.

<sup>25</sup> SCHWARTZ, Andrew A. (2010) - *A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause*, cit., 789, e GARRETT, M. Shenker (2010) - *Efficiency and certainty in uncertain times: the Material Adverse Change Clause Revisited*, Columbia Journal of Law and Social Problems, vol.43, n.º 3, 333-362, [334], disponível em <https://jlsplaw.columbia.edu/wp-content/blogs.dir/213/files/2017/03/43-Garrett.pdf>.

<sup>26</sup> SÁ, F. Oliveira e (2012) - *Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em contratos de compra e venda de empresas*, Direito E Justiça, (Especial), 427-444, [428], disponível em <https://doi.org/10.34632/direitoejustica.2012.9866>, e COSTA, M. Fontes da (2019) – *Da Alteração Superveniente das Circunstâncias*, ..., cit., 395. Em DUARTE, D. Pereira (2015) - *A regulação contratual do risco*, cit., 220, designa-se o tradicionalmente denominado *closing* por “*closing date*”, delimitando-a da “*completion date*”, a qual corresponde à execução do contrato propriamente dita. Recorreremos, com frequência, a expressões estrangeiras, pela origem anglo-saxónica deste modelo de transmissão de empresa, bem como pelo facto de, atualmente, ser o idioma que melhor satisfaz as necessidades globais de comunicação. Repare-se que, muitas vezes, nestes processos de compra e venda de empresa, as partes contratantes têm a sua sede em diferentes países, sendo as suas línguas maternas diversas, o que exige a utilização de um idioma universal, a fim de facilitar o desenrolar de tão importantes transações mercantis. De igual forma, ANTUNES, J. Engrácia (2008) – *A Empresa como Objeto de Negócios*, cit., 747, e GOMES, J. Ferreira (2022) - *M&A Aquisição de empresas e de participações sociais*, cit., 65.

Legalmente atípicas, mas socialmente típicas, a previsão destas cláusulas opera com o intuito de colmatar as consequências do hiato temporal supramencionado, o qual se revela, habitualmente, significativo<sup>27</sup>, resultando daqui uma natural propensão para uma repartição assimétrica daquele<sup>28</sup>. É, assim, comum as cláusulas MAC e MAE direcionarem os riscos genéricos, por exemplo, do mercado como um todo à parte adquirente, e os riscos específicos da empresa objeto da transação (*target*) à parte alienante<sup>29</sup>.

Consideramos que a função que mais a caracteriza, de organização da alocação do risco<sup>30</sup>, compreende a de equilíbrio da desigualdade informacional, nos termos da qual o comprador, dotado de um nível de informação inferior sobre a empresa objeto, se comparado ao conhecimento que o vendedor possui sobre a mesma, carece de um mecanismo compensatório da posição mais débil que assume no quadro negocial típico. Outra delas corresponde à oportunidade de renegociação, a qual pode, igualmente, estimular uma adaptação do preço<sup>31</sup>. A extinção do vínculo contratual é, por sua vez, a função das cláusulas MAC e MAE, cuja verificação é, habitualmente, a mais desejada pelas partes<sup>32</sup>.

O escopo da previsão deste tipo de cláusulas é objeto de construções teóricas internacionais várias. Uma delas, denominada “*Symmetry Theory*”, encara as cláusulas MAC enquanto instrumentos de readaptação da assimétrica repartição do risco<sup>33</sup>, já que, caso o valor da parte

---

<sup>27</sup> BOTREL, Sérgio (2012) – *Fusões & Aquisições*, São Paulo: Editora Saraiva, 253. Quanto maior for o risco, maior é a tendência para o alargamento desse hiato temporal. ELKEN, Andrew C. (2009) - *Rethinking the material adverse change clause in merger and acquisition agreements: should the United States consider the british model?*, Southern California Law Review, vol.82, n.º 2, 291-340, [295], disponível em <https://southerncalifornialawreview.com/2009/01/02/rethinking-the-material-adverse-change-clause-in-merger-and-acquisition-agreements-should-the-united-states-consider-the-british-model-note-by-andrew-c-elken/>.

<sup>28</sup> GOMES, J. Ferreira (2022) - *M&A Aquisição de empresas e de participações sociais*, cit., 291; *Idem*, (2020) - *Contratos de M&A em tempos de pandemia: impossibilidade, alteração das circunstâncias e cláusulas MAC, hardship e força maior*, Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, ano LXI, n.º 1, 365-390, [380], disponível em <https://www.fd.ulisboa.pt/investigacao/producao-cientifica/revistas-cientificas/revista-da-fdul/>.

<sup>29</sup> PIRES, C. Monteiro (2020) - *Cláusulas de preço fixo, de ajustamento de preço e de alteração material adversa (“MAC”) e cláusulas de força maior: revisitando problemas de riscos de desequilíbrio e de maiores despesas em tempos virulentos*, Revista da Ordem dos Advogados, ano 80, n.ºs 1-2, 73-93, [83], disponível em <https://portal.oa.pt/publicacoes/revista-da-ordem-dos-advogados/>.

<sup>30</sup> THREET, Hunter C. (2017) - *The definition of material adverse change: balancing risk in merger agreements under Delaware law*, Transactions: The Tennessee Journal of Business Law, vol.18, n.º 3, 1007-1028, [1007 e 1023], disponível em <https://ir.law.utk.edu/transactions/vol18/iss3/4/>.

<sup>31</sup> Não obstante poderem ser previstas cláusulas que abordem unicamente o processo de adaptação do preço.

<sup>32</sup> MONSON, Bryan (2015) - *The modern MAC: allocating deal risk in the post-IBP v. Tyson world*, Southern California Law Review, vol.88, n.º 3, 769-804, [769 e 770], disponível em <https://southerncalifornialawreview.com/2015/03/01/the-modern-mac-allocating-deal-risk-in-the-post-ibp-v-tyson-world-note-by-bryan-monson/>.

<sup>33</sup> ELKEN, Andrew C. (2009) - *Rethinking the material adverse change clause...*, cit., 297; GILSON, Ronald J., e SCHWARTZ, Alan (2005) - *Understanding MACs: moral hazard in acquisitions*, Journal of Law, Economics, and

alienante varie no decurso do *interim period*, na falta de previsão daquelas, o risco de tal variação não é alocado simetricamente pelas partes<sup>34</sup>.

Já a “*Investment Theory*” relaciona o propósito das cláusulas MAC à capacidade de investimento da parte alienante, não só na empresa objeto, mas em todo o processo transacional, durante o *interim period*, que venha a influenciar o valor negociado. O investimento pode desdobrar-se em diligências a realizar em ordem a proporcionar uma integração mais facilitada da empresa vendida na empresa compradora, na tentativa de manutenção da coesão de todos os seus trabalhadores pela empresa-alvo e da rentabilidade prevista daquela que será uma nova empresa<sup>35</sup>, por força da importância que este último fator tem na tomada de decisão da parte adquirente.

Finalmente, segundo a “*Renegotiation Leverage Theory*”, a cláusula MAC funciona como um mecanismo impulsionador numa renegociação do inicialmente acordado, perante a verificação de um determinado circunstancialismo configurador de uma alteração material adversa. No nosso entendimento, todas estas teorias são, em geral, complementares entre si, já que este tipo de cláusulas apresenta, no fundo, cumulativamente, as funções de redistribuição do risco, de incentivo ao investimento e de renegociação, entre outras, já mencionadas *supra*.

## 2. Origem e Evolução

Os primórdios desta espécie clausular situam-se no sistema da *common law*<sup>36</sup>. O primeiro diploma que acautelou os efeitos materiais adversos foi o *Securities Exchange Act*<sup>37</sup>, datado de 1934. Embora não previsse expressamente a definição dos mesmos, a esta regulamentação norte-americana do mercado de valores mobiliários estava subjacente o intuito de proteção dos investidores<sup>38</sup>.

Claro que eventos históricos capazes de abalar o sistema económico, tais como a crise financeira de 2007 e, mais recentemente, a pandemia de *Covid-19*, potenciaram a preocupação

---

Organization, vol.21, n.º 2, 330-358, [335], disponível em [https://scholarship.law.columbia.edu/faculty\\_scholarship/1317/](https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/1317/), no qual os autores se referem a esta cláusula, no âmbito da presente teoria, como uma “opção de compensação”.

<sup>34</sup> *Ibidem*, cit., 336.

<sup>35</sup> *Ibidem*, 337.

<sup>36</sup> COSTA, M. S. Neubauer da (2021) – *O Estranho Animal Chamado Cláusula MAC*, Revista semestral de direito empresarial, n.º 29, 111-134, [113], disponível em <https://rsde.com.br/wp-content/uploads/2022/07/RSDE-29-111-134.pdf>.

<sup>37</sup> Disponível em <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1885/pdf/COMPS-1885.pdf>.

<sup>38</sup> *Vide* [https://www.law.cornell.edu/wex/securities\\_exchange\\_act\\_of\\_1934](https://www.law.cornell.edu/wex/securities_exchange_act_of_1934).

e, conseqüentemente, a concretização do medo na estipulação de cláusulas protetoras das partes, na eventualidade da ocorrência de semelhantes desastres. Prova disso é a verificação da crescente produção jurisprudencial<sup>39</sup> relacionada com a invocação de tais cláusulas no seio da *common law*. Já na família da *civil law*, por força de muitos dos negócios aquisitivos serem “além-fronteiras”, o início da sua expressiva aposição ocorreu em face da necessidade de se estabelecer uma linguagem universal, permitindo a osmose de conceitos estrangeiros com espécies clausulares nacionais. Atualmente, deparamo-nos com esta categoria clausular em quase todos os contratos de compra e venda de empresas, em especial, os contratos de *M&A*<sup>40</sup>, por força da *praxis* internacional neste meio.

Ademais, não só o próprio recurso, nesta matéria, a este tipo clausular, importado do direito anglo-saxónico, aumentou exponencialmente nas últimas décadas, como também as próprias cláusulas MAC e MAE, *per se*, sofreram uma profunda transformação<sup>41</sup>, nomeadamente na sua redação, a qual tem sido objeto de maior cautela, traduzindo-se em previsões com um nível superior de detalhe e de complexidade, na tentativa de abarcarem o maior número de potenciais situações consubstanciadoras de alterações e efeitos materiais adversos.

### 3. Delimitação Conceptual

Integrando estas o grupo das cláusulas de adaptação, as quais permitem, no geral, a adequação do contratualizado a um novo circunstancialismo<sup>42</sup>, confrontá-las-emos, agora, com as suas congéneres, a saber: cláusulas de *hardship* e cláusulas de força maior. Fora deste grupo, iremos atentar, brevemente, às possíveis semelhanças e/ou diferenças entre as cláusulas objeto do atual estudo com as cláusulas de declarações e garantias, pela sua comum e fundamental aposição.

#### 3.1. Com as Restantes Cláusulas de Adaptação

---

<sup>39</sup> A qual será analisada com maior profundidade *infra*.

<sup>40</sup> *Mergers and Acquisitions*, em português, Fusões e Aquisições.

<sup>41</sup> ELKEN, Andrew C. (2009) - *Rethinking the material adverse change clause...*, cit., 293.

<sup>42</sup> COSTA, M. Fontes da (2019) – *Da Alteração Superveniente das Circunstâncias...*, cit., 241 e 242.

### 3.1.1. Cláusulas de *Hardship*

*Hardship* é definida<sup>43</sup> enquanto uma dificuldade, ou algo que prejudica a condição de vida em geral, como as adversidades económicas<sup>44</sup>. Marcadas pelo seu conteúdo geral<sup>45</sup>, consagram um dever de renegociação do acordado, aquando da ocorrência de eventos profundamente danosos, intensos<sup>46</sup>, e inesperados a um contraente razoável, desestabilizadores do equilíbrio contratual e, portanto, geradores de iniquidade prestacional<sup>47</sup>, dificultando a sua execução pelo modo acordado ao tempo da celebração do contrato<sup>48</sup>.

Para os que apenas atribuem força material a eventos colossais, as cláusulas MAC e MAE acabam por ser reduzidas às cláusulas de *hardship*<sup>49</sup>. Todavia, se nestas últimas a renegociação é, desde logo, um dever das partes contratantes, perante a ocorrência de uma dada alteração substancial, nas cláusulas MAC e MAE é apenas uma das soluções, expressa ou tácita.

Com efeito, a aposição de cláusulas de *hardship* constitui prova da disponibilidade originária das partes para uma readaptação do contratualizado a um eventual novo circunstancialismo<sup>50</sup>. Já a previsão de cláusulas MAC e MAE é sinal, na maioria dos casos, do intuito das

---

<sup>43</sup> Pelo *Cambridge Dictionary online*, disponível em: <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english-portuguese/hardship>.

<sup>44</sup> Em igual sentido, MONTEIRO, A. Pinto, e GOMES, Júlio (1998) - *A «Hardship Clause» e o problema da alteração das circunstâncias (breve apontamento)*, JURIS ET DE JURE, Nos vinte anos da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa – Porto, Coimbra Editora, 17-40, [22]. Embora em ATAÍDE, R. Mascarenhas de (2021) - *Modelos convencionais de regulação e distribuição do risco contratual. Em especial, as cláusulas hardship*, Revista de Direito Civil, ano VI, n.º 1, 63-84, [67], disponível em <https://www.revistadedireitocivil.pt/>, se entenda que tal definição imediata não traduz integralmente o verdadeiro sentido de *hardship*, ficando aquém da “onerosidade excessiva” que a mesma representa.

<sup>45</sup> OPPETIT, Bruno (1974) - *L'Adaptation des Contrats Internationaux aux Changement de Circonstances: La Clause de Hardship*, Clunet, ano 101, 794-814, [800], disponível em [https://www.trans-lex.org/127600/\\_/oppetit-bruno-ladaptation-des-contrats-internationaux-aux-changement-de-circonstances-la-clause-de-hardship-101-clunet-1974-at-794-et-seq/](https://www.trans-lex.org/127600/_/oppetit-bruno-ladaptation-des-contrats-internationaux-aux-changement-de-circonstances-la-clause-de-hardship-101-clunet-1974-at-794-et-seq/).

<sup>46</sup> *Ibidem*, 802.

<sup>47</sup> *Ibidem*, 803.

<sup>48</sup> ATAÍDE, R. P. C. Mascarenhas de (2021) - *Modelos convencionais...*, cit., 67; MONTEIRO, A. Pinto, e GOMES, Júlio (1998) - *A «Hardship Clause» e o problema da alteração das circunstâncias (breve apontamento)*, cit., 21 e 22; COSTA, M. Fontes da (2019) – *Da Alteração Superveniente das Circunstâncias...*, cit., 250 e 251; OPPETIT, Bruno (1974) - *L'Adaptation des Contrats Internationaux aux Changement de Circonstances: La Clause de Hardship*, cit., 797.

<sup>49</sup> SIMÕES, A. Moreira (2023) - *Cláusulas MAC (“Material Adverse Change”) em contratos internacionais de M&A*, Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, ano LXIV, n.º 1, Tomo 1, 135-181, [141, 142, 145 e 146], disponível em <https://www.fd.ulisboa.pt/investigacao/producao-cientifica/revistas-cientificas/revista-da-fdul/>.

<sup>50</sup> ZACCARIA, E. Christine (2005) - *The Effects of Changed Circumstances in International Commercial Trade*, International Trade and Business Law Review, vol.9, 135-182, [150], disponível em <https://classic.austlii.edu.au/cgi-bin/download.cgi/cgi%20bin/download.cgi/download/au/journals/IntTBLawRw/2004/6.pdf>.

partes em desistirem do negociado<sup>51</sup>, caso tais eventos, materialmente adversos, venham perturbar os intentos negociais daquelas.

### 3.1.2. Cláusulas de Força Maior

Um evento de força maior traduz-se num episódio inesperado, de origem natural (denominado, na terminologia anglo-saxónica, por “*act of God*”<sup>52</sup>), como um sismo de enorme escala, uma tempestade, ou um incêndio, entre outros, ou de origem humana, como o despoletar de uma guerra, o sobressalto provocado por um ato terrorista, a disseminação de uma infeção viral, igualmente entre outros, que, por impossibilitarem, de todo, o cumprimento, pelas partes, das suas obrigações, as desoneram. A imprevisibilidade e a inevitabilidade são, pois, as características que compõem a essência deste tipo clausular<sup>53</sup>.

Posições doutrinárias<sup>54</sup> existem, em que as cláusulas MAC e MAE são, na prática, reconduzidas às cláusulas de força maior. De facto, são mais as características que as unem do que as que as separam. O que as aproxima (mas as não iguala<sup>55</sup>) é o seu objeto, uma alteração do circunstancialismo existente à data da celebração do acordo aquisitivo<sup>56</sup>. O objetivo das partes na sua aposição é, também, muito similar, resumindo-se à possibilidade de não cumprimento das obrigações estipuladas perante a ocorrência de um evento, no *interim period*, que frustre o desígnio da parte adquirente<sup>57</sup>.

Todavia, o propósito das cláusulas MAC e MAE tem deixado de se assemelhar ao das cláusulas de força maior, tendo evoluído para o assegurar, perante eventos materiais adversos,

---

<sup>51</sup> Sem prejuízo, igualmente, da possibilidade de renegociação do pré-estabelecido.

<sup>52</sup> MELO, Pedro (2011) – *A Distribuição do Risco nos Contratos de Concessão de Obras Públicas*, cit., 78.

<sup>53</sup> PIRES, C. Monteiro (2020) - *Cláusulas de preço fixo, de ajustamento de preço e de alteração material adversa (“MAC”) e cláusulas de força maior: revisitando problemas de riscos de desequilíbrio e de maiores despesas em tempos virulentos*, cit., 90; GOMES, J. Ferreira (2022) - *M&A Aquisição de empresas e de participações sociais*, cit., 299.

<sup>54</sup> JENNEJOHN, Matthew, NYARKO, Julian, e TALLEY, Eric L. (2020) - *COVID-19 as a Force Majeure in Corporate Transactions, Law in the time of Covid-19*, Columbia Law School, 141-154, [141], disponível em [https://scholarship.law.columbia.edu/faculty\\_scholarship/2645](https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/2645), onde afirmam que “Na linguagem de advogados de negócios, eventos de força maior são usualmente denominados “alteração material adversa/efeito material adverso (...)” (“*In business lawyer-speak, force majeure are usually called “material adverse change/material adverse effect (...)”*”.

<sup>55</sup> Nas cláusulas MAC e MAE, não se verifica a necessidade de ocorrência de uma catástrofe para serem preenchidas.

<sup>56</sup> MILLER, Robert T. (2021) - *Pandemic risk and the interpretation of exceptions in MAE clauses*, *Journal of Corporation Law*, vol.46, n.º 3, 681-716, [693], disponível em [https://jcl.law.uiowa.edu/sites/jcl.law.uiowa.edu/files/2021-08/Miller\\_Final\\_Web.pdf](https://jcl.law.uiowa.edu/sites/jcl.law.uiowa.edu/files/2021-08/Miller_Final_Web.pdf).

<sup>57</sup> PIRES, C. Monteiro (2020) - *Cláusulas de preço fixo, de ajustamento de preço e de alteração material adversa (“MAC”) e cláusulas de força maior: revisitando problemas de riscos de desequilíbrio e de maiores despesas em tempos virulentos*, cit., 90.

o cumprimento pelo comprador<sup>58</sup>, através da renegociação do inicialmente acordado. Para além disso, as cláusulas de força maior relacionam-se mais com o regime da impossibilidade, ao passo que as cláusulas MAC e MAE se associam ao instituto da alteração superveniente das circunstâncias<sup>59</sup>, relação esta que será, oportunamente, refletida *infra*.

### 3.2. Com as Cláusulas de Declarações e Garantias

Não raras vezes, as próprias cláusulas MAC e MAE assumem a forma de uma condição à celebração do acordo (MAC e MAE *Condition*)<sup>60</sup> e podem ser insertas expressamente no grupo das garantias, densificando-as, e submetendo-se ao seu regime. Se for esse o caso, estaremos perante uma MAC e MAE *Representation*, segundo a qual a parte alienante garante a não modificação do contrato, por verificação de alguma alteração material adversa, tal como a mesma se encontre definida naquela.

As MAC e MAE *Condition* e as MAC e MAE *Representations* são previstas reciprocamente, isto é, pode-se prever uma MAC e MAE *Condition* a favor do comprador, no sentido de o mesmo não ter de cumprir a obrigação de proceder ao *closing*, a não ser que as declarações e garantias da empresa-objeto se encontrem de acordo com as cláusulas MAC e MAE, mas também se podem prever MAC e MAE *Conditions* a favor desta última, no sentido de a mesma não ter a obrigação de proceder ao *closing*, a menos que as MAC e MAE *Representations*, declaradas pela parte adquirente, sejam de acordo com as cláusulas MAC e MAE<sup>61</sup>.

Inversamente, quando estas são previstas à parte das de declarações e garantias, não se confundindo com as mesmas, suprimem a incompletude daquelas, daí a sua função, não só de distribuição do risco no *interim period*, a par das suas congéneres do grupo das cláusulas de

---

<sup>58</sup> QUINN, Brian J. M. (2021) - *Mergers, Macs, and Covid-19*, University of Richmond Law Review, vol.55, n.º 2, 565-614, [573 e 574], disponível em <https://scholarship.richmond.edu/lawreview/vol55/iss2/5/>.

<sup>59</sup> SCHWARTZ, Andrew A. (2020) - *Contracts and COVID-19*, Stanford Law Review Online, vol. 73, 48-60, [57], disponível em <https://review.law.stanford.edu/wp-content/uploads/sites/3/2020/07/73-Stan.-L.-Rev.-Online-Schwartz.pdf>.

<sup>60</sup> MILLER, Robert T. (2009) - *The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements*, William & Mary Law Review, vol.50, 2007-2104, [2042], disponível em <https://scholarship.law.wm.edu/wmlr/vol50/iss6/4>.

<sup>61</sup> *Ibidem*, 2042.

adaptação, mas também uma função de “*backstop*”<sup>62</sup>, ou seja, de fronteira entre os acontecimentos antevistos pelas partes, devidamente regulados no contrato, e os totalmente inesperados.

#### 4. Modalidades

Em virtude da fértil imaginação das partes contratantes, aliada à sua autonomia privada, não nos é possível expor aqui todas as possíveis formas que as cláusulas MAC e MAE podem assumir, atento o seu variadíssimo conteúdo<sup>63</sup>. Porém, é possível organizá-las categoricamente, de acordo com a preferência daquelas, devidamente expressa no pacto contratual, segundo o meio onde é verificada a alteração e efeitos materiais adversos, e consoante a complexidade da sua redação.

Nos termos do primeiro critério<sup>64</sup>, se as partes contratantes houverem idealizado a eventual constatação de uma MAC na empresa, objeto do negócio translativo, ou então sobre empresas que com aquela estabeleçam uma relação de grupo, ou uma mera relação de parceria, se significativa nas contas da primeira, estamos perante uma *business* MAC. Já se o mesmo se manifestar nos mercados onde aquela se encontra inserida, ou no mercado onde a parte compradora exerce o seu negócio, denomina-se *market* MAC. Se as próprias circunstâncias em que o financiamento necessário à compra e venda sofrerem uma alteração material adversa, trata-se, por sua vez, da aposição de uma *financial* MAC.

---

<sup>62</sup> SÁ, F. Oliveira e (2012) - *Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em contratos de compra e venda de empresas*, cit., 429. No caso judicial *IBP, Inc. vs. Tyson Foods, Inc.* (Delaware Chancery Court), 789, A.2d 14 (18-jun.-2001), disponível em [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), sobre o qual nos iremos debruçar *infra*, faz-se, igualmente, referência a essa função.

<sup>63</sup> PIRES, C. Monteiro (2020) - *Cláusulas de preço fixo, de ajustamento de preço e de alteração material adversa (“MAC”) e cláusulas de força maior: revisitando problemas de riscos de desequilíbrio e de maiores despesas em tempos virulentos*, cit., 82.

<sup>64</sup> GOMES, J. Ferreira (2020) - *Contratos de M&A em tempos de pandemia: impossibilidade, alteração das circunstâncias e cláusulas MAC, hardship e força maior*, cit., 380; *Idem*, (2022) - *M&A Aquisição de empresas e de participações sociais*, cit.291; PIRES, C. Monteiro (2020) - *Cláusulas de preço fixo, de ajustamento de preço e de alteração material adversa (“MAC”) e cláusulas de força maior: revisitando problemas de riscos de desequilíbrio e de maiores despesas em tempos virulentos*, cit., 82 e 83.

De acordo, agora, com o segundo critério<sup>65</sup>, as cláusulas MAC e MAE podem ser tradicionais ou genéricas, e modernas ou específicas. Ao passo que aquelas, fundadas em conceitos indeterminados, apresentam uma definição genérica, as segundas, por sua vez, são delimitadas, positiva e/ou negativamente, sobre aquilo que constitui (as chamadas *inclusions*), ou não (os denominados *carve-outs*, que em português se traduzem nas exceções à definição de MAC e MAE)<sup>66</sup>, uma alteração material adversa, respetivamente.

Estas últimas podem contender com transtornos no circunstancialismo externo (exceções do tipo exógeno), no qual se fundou o negócio translativo, como uma atualização legislativa, mudanças bruscas nas condições económicas, industriais, financeiras, políticas ou sociais gerais, guerras, atos terroristas<sup>67</sup> ou catástrofes naturais. Correspondem, no fundo, a riscos sistemáticos<sup>68</sup>. Podem, ainda, versar sobre problemas que surjam com o ato de compra e venda propriamente dito (exceções do tipo endógeno). FERREIRA GOMES<sup>69</sup>, no seguimento da doutrina norte-americana, defende a inexistência de *carve-outs* implícitos, não obstante a admissibilidade interpretativo-complementar de se considerar um evento como uma exceção, caso a inserção do mesmo na definição de MAC e MAE ultrapasse os limites do equilíbrio entre o que cada uma das partes estipulou.

Existem, ainda, neste seguimento, as *disproportionality exclusions*<sup>70</sup> (em português, as exclusões desproporcionais), que correspondem a situações hipotéticas, inicialmente enquadradas nas exceções à configuração de uma alteração material adversa, mas que são configuráveis, ao invés, de uma alteração daquele teor, se afetarem a empresa-objeto de um modo desproporcional, face à perturbação sofrida por empresas pertencentes a um mesmo setor. Denominam-se, igualmente, de *carve right back* ou *carve in*, cuja função acaba por ser a de suprir a

---

<sup>65</sup> Igualmente exposto em GOMES, J. Ferreira (2022) - *M&A Aquisição de empresas e de participações sociais*, cit., 292; *Idem* (2020) – *Contratos de M&A em tempos de pandemia: impossibilidade, alteração das circunstâncias e cláusulas MAC, hardship e força maior*, cit., 380; SÁ, F. Oliveira e (2012) - *Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em contratos de compra e venda de empresas*, cit., 431; ROCHA, F. Afonso (2019) - *A aquisição de empresas com sujeição a condições suspensivas: entre as cláusulas sobre alterações depreciativas e as cláusulas de revisão de preço*, Revista de Direito das Sociedades, ano XI, n.º 2, 395-428, [412], disponível em <https://www.revistadedireitodassociedades.pt/>, e SIMÕES, A. Moreira (2023) - *Cláusulas MAC (“Material Adverse Change”) em contratos internacionais de M&A*, cit., 141 e 142.

<sup>66</sup> SÁ, F. Oliveira e (2012) - *Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em contratos de compra e venda de empresas*, cit., 431 e 433, e PIRES, C. Monteiro (2020) - *Cláusulas de preço fixo, de ajustamento de preço e de alteração material adversa (“MAC”) e cláusulas de força maior: revisitando problemas de riscos de desequilíbrio e de maiores despesas em tempos virulentos*, cit., 83 e 84.

<sup>67</sup> MILLER, Robert T. (2009) - *The Economics of Deal Risk...*, cit., 2047.

<sup>68</sup> *Ibidem*, 2049.

<sup>69</sup> GOMES, J. Ferreira (2022) - *M&A Aquisição de empresas e de participações sociais*, cit., 433.

<sup>70</sup> MILLER, Robert T. (2009) - *The Economics of Deal Risk...*, cit., 2047 e 2048.

necessidade de reequilíbrio da própria tarefa de distribuição do risco<sup>71</sup>. Num contrato de aquisição de uma empresa, pode-se, portanto, no âmbito da previsão de cláusulas MAC e MAE, adotar o modelo regra-exceção, ou então preferir-se o esquema regra-exceção-exceção<sup>72</sup>.

## 5. Análise Crítica ao seu Objeto

### 5.1. Os Conceitos de Alteração e Efeito Materiais Adversos

Definir, em termos precisos, cada uma das expressões que compõem a essência das cláusulas MAC e MAE é uma tarefa que, apesar de corresponder ao âmago<sup>73</sup> do estudo sobre as mesmas, se revela arriscada. Para além da ordem jurídica portuguesa carecer, tanto legal, como doutrinária e jurisprudencialmente, de parâmetros objetivos, de acordo com os quais se interpretem os vocábulos “alteração”, “efeito”, “materialidade” e “adversidade”, as partes, movidas segundo o princípio da autonomia privada, podem delinear os seus próprios, esboçando-os com o conteúdo que melhor lhes aprouver, dentro dos limites da lei.

Posto isto, uma investigação profunda sobre o que tais elementos possam significar permite uma maior certeza na eventual invocação deste tipo clausular, e uma maior segurança jurídica naquela que é a sua interpretação. Cabe-nos, portanto, penetrar no íntimo de tais expressões, e contribuir para a salvaguarda e confiança das partes na negociação, estipulação e invocação das cláusulas MAC e MAE.

#### 5.1.1. “Alteração”

A ter lugar no *interim period*, a “alteração” pode ser material adversa interna, se ocorrer na empresa objeto da transação, em empresas do mesmo grupo, ou em outras com as quais se tenha estabelecido uma relação de parceria, se significativa nas contas da primeira, ou

---

<sup>71</sup> SÁ, F. Oliveira e (2012) - *Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em contratos de compra e venda de empresas*, cit., 433.

<sup>72</sup> PIRES, C. Monteiro (2020) - *Cláusulas de preço fixo, de ajustamento de preço e de alteração material adversa (“MAC”) e cláusulas de força maior: revisitando problemas de riscos de desequilíbrio e de maiores despesas em tempos virulentos*, cit., 83.

<sup>73</sup> ROCHA, F. Afonso (2019) - *A aquisição de empresas com sujeição a condições suspensivas: entre as cláusulas sobre alterações depreciativas e as cláusulas de revisão de preço*, cit., 409.

económica material externa, quando nada tenha que ver com aquelas, mas com fatores externos potenciadores de uma degradação da posição da parte compradora, ou da própria empresa alvo. Assim, “alteração” só o é se for idónea a provocar “um impacto adverso de natureza material”<sup>74</sup>, o qual teremos oportunidade de explorar *infra*.

### 5.1.2. “Efeito”

Embora a doutrina maioritária se tenha debruçado sobre a temática das cláusulas MAC e MAE sem diferenciar os conceitos de “alteração” material adversa e “efeito” material adverso, utilizando-os indiferenciadamente<sup>75</sup>, os mesmos configuram, a nosso ver, termos distintos<sup>76</sup>. Julgamos, pois, dever recorrer-se à expressão “efeito” quando as alterações *supra* já se verificaram, atentando-se apenas a impactos vindouros na relação jurídica traçada. Só há, portanto, um efeito ou efeitos materiais adversos, se lhes preceder, obrigatoriamente, uma alteração ou alterações materiais adversas<sup>77</sup>.

### 5.1.3. “Materialidade”

A “materialidade” não é, de um modo geral, e propositadamente<sup>78</sup>, determinada pelas partes nas cláusulas MAC e MAE. Se, por um lado, é difícil corporizar a magnitude de que a mudança deve padecer, e transpô-la para o contrato, por outro, podem as partes contratantes pretender gozar, se assim o tiver de ser, e porque a falta de concretização da mesma assim o permite, de uma esfera considerável de prerrogativas de interpretação da cláusula a seu favor,

---

<sup>74</sup> SÁ, F. Oliveira e (2012) - *Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em contratos de compra e venda de empresas*, cit., 439.

<sup>75</sup> Por todos, vide SCHWARTZ, Andrew A. (2010) - *A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause*, cit., 817.

<sup>76</sup> Sem prejuízo de os podermos prever numa só cláusula, desde que as definições de “alteração”, e de “efeito”, materiais adversos, se encontrem apostas distintamente. Podemos ainda observar, enquanto exemplo minoritário, em ZAKRZEWSKI, Rafal (2011) – *Material adverse change and material adverse effect provisions: construction and application*, Law and Financial Markets Review, vol.5, n.º 5, 344-356, disponível em <https://doi.org/10.5235/175214411797474222>, uma abordagem à presente matéria, tendo em conta a previsão de, por um lado, cláusulas MAC, e, por outro, cláusulas MAE.

<sup>77</sup> A título de exemplo, se o desencadear de uma crise económica se enquadrar na definição de alteração material adversa num caso em concreto, a redução dos lucros da empresa objeto corresponderá, por sua vez, a um efeito material adverso respetivo, tendo-se de se enquadrar na noção deste último, se igualmente previsto.

<sup>78</sup> PIRES, C. Monteiro (2020) - *Cláusulas de preço fixo, de ajustamento de preço e de alteração material adversa (“MAC”) e cláusulas de força maior: revisitando problemas de riscos de desequilíbrio e de maiores despesas em tempos virulentos*, cit., 82.

e, com isso, se aplicável, do recurso a “armas” de renegociação ou resolução do contrato. Das quatro componentes de uma alteração ou efeito material adverso, este é, de longe, o mais herético, sendo apontado como um conceito jurídico indeterminado<sup>79</sup>.

A jurisprudência, em especial a norte-americana, constitui um forte contributo no que toca à “materialização da ‘materialidade’”. Embarquemos, por isso, numa breve expedição pelas decisões judiciais mais interessantes ao presente estudo.

### **5.1.3.1. A “Caça ao Tesouro”: Jurisprudência Relevante na Procura pela Força Material**

A jurisprudência nacional é escassa no que à abordagem da temática das cláusulas MAC e MAE diz respeito, embora não careça, por completo, de decisões judiciais sobre as mesmas, ainda que inseridas em contextos distintos do da compra e venda de empresas<sup>80</sup>. Num desses casos<sup>81</sup>, no âmbito de um contrato de empréstimo sob a forma de mútuo, havia-se previsto uma cláusula<sup>82</sup>, segundo a qual se concedia ao mutuante o poder de decisão sobre se uma eventual “degradação da situação económico-financeira do(s) mutuário(s), suscetível de pôr em perigo o reembolso do crédito concedido”, assim como a “ocorrência de factos ou situações que afetassem a atividade daqueles”, constituía, ou não, uma “alteração material adversa da solvabilidade do(s) mutuário(s)”.

Ora, o Tribunal de primeira instância encarou tal conteúdo clausular como sendo composto por conceitos indeterminados, de manifesta imprecisão, não se prevendo “quaisquer critérios concretos ou sindicáveis” do que, no entender do mutuante, pudesse “constituir uma degradação da situação do mutuário ou uma afetação da sua atividade”. A verificação desta cláusula constituía “causa bastante e fundamentada de resolução” do contrato, o que se revelou,

---

<sup>79</sup> SÁ, F. Oliveira e (2012) - *Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em contratos de compra e venda de empresas*, cit., 440 a 442. Em sentido similar, vide ROCHA, F. Afonso (2019) - *A aquisição de empresas com sujeição a condições suspensivas: entre as cláusulas sobre alterações depreciativas e as cláusulas de revisão de preço*, cit., 410, e OLIVEIRA, A. Perestrelo de (2022) – *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra: Almedina, 338.

<sup>80</sup> Por exemplo, no ac. do TRL, de 06/06/2019, Processo n.º 8693/16.8T8ALM-A.L1-2, Relatora Gabriela Cunha Rodrigues, disponível em [www.dgsi.pt/](http://www.dgsi.pt/), aborda-se um “documento complementar” a um contrato de mútuo com hipoteca e fiança, nos termos do qual se prevê, numa das cláusulas (17-B.), uma definição de situação material adversa, vaga, e de diminuta concretização literal.

<sup>81</sup> Ac. do 7.º Juízo Civil da Comarca de Lisboa, de 22/08/2014, Processo n.º 3194/12.9TJLSB, disponível em [www.dgsi.pt/](http://www.dgsi.pt/).

<sup>82</sup> Cláusula n.º 14.2.7.

judicialmente, um desfecho contratual “gravoso e desproporcionado”, quando o hipotético circunstancialismo descrito não se relacionava com um qualquer incumprimento da prestação de reembolso. Assim, aquela cláusula, entre outras inseridas pelo mutuante, foi declarada nula, pelos conceitos empregues serem vagos, deixando, com isso, ao arbítrio daquele a resolução do contrato. Em segunda instância<sup>83</sup>, veio-se a confirmar a criação de um “notório desequilíbrio”, em prejuízo do aderente consumidor em causa, originado pela excessiva amplitude daquelas cláusulas, e pelo facto de tal avaliação depender, unicamente, do “juízo de relevância” das situações previstas, por parte do mutuante.

O ordenamento jurídico norte-americano, por sua vez, é reconhecido pelo facto da interpretação destas cláusulas ser geradora de um notável número de litígios. Em face do “deserto” jurisprudencial que é, ao invés, o caso português, torna-se, então, necessária a interpretação de decisões judiciais estrangeiras, como se de uma verdadeira “caça ao tesouro” se tratasse. Isto é, para além de carecermos de as procurar numa família do Direito diversa daquela na qual se inclui o sistema jurídico português, o próprio Tribunal de Delaware<sup>84</sup> apenas confirmou o preenchimento de uma dada cláusula MAC em 2018<sup>85</sup>. Evoluiu-se, portanto, da habitual afirmação “Delaware nunca encontrou uma MAC”<sup>86</sup>, para “Delaware finalmente encontrou uma MAC”<sup>87</sup>.

Assim, esta “viagem” pelos casos forenses mais relevantes ao exame desta espécie clausal principiará pelo mais referenciado neste âmbito<sup>88</sup>, prosseguindo, ulteriormente, à análise de alguns que, temporalmente, o sucederam, por ordem cronológica, e se destacaram.

#### **5.1.3.1.1. O Caso *IBP versus Tyson Foods***

---

<sup>83</sup> Ac. do TRL, de 07/04/2016, Processo n.º 3194/12.9TJLSB.L1, Relatora Maria Amélia Ameixoeira, disponível em <https://www.dgsi.pt/>.

<sup>84</sup> Vide <https://courts.delaware.gov/>.

<sup>85</sup> Mais precisamente, no caso *Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG*, (Delaware Chancery Court), WL 4719347 (1-out.-2018), disponível em [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), sobre o qual nos iremos debruçar *infra*.

<sup>86</sup> “*Delaware has never found a MAC*”.

<sup>87</sup> “*Delaware has finally found a MAC*”. GARCÍA, S. Long (2018) - *El BIG MAC Ataca de Nuevo. Por primera vez Delaware reconoce la ocurrencia de un MAC en una operación de M&A*, Enfoque Derecho, 1, disponível em <https://enfoquederecho.com/>. Também no caso *Hexion Specialty Chems., Inc. v. Huntsman Corp.*, (Delaware Chancery Court), 965 A.2d 715, 739 (29-set.-2008), disponível em: [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), o qual iremos analisar *infra*, se fez referência ao facto de já se ter notado que os Tribunais de Delaware nunca haviam encontrado um efeito material adverso, no contexto de um acordo de fusão.

<sup>88</sup> *IBP, Inc. vs. Tyson Foods, Inc.* (Delaware Chancery Court), cit..

O caso judicial *mor*, que opôs a *IBP, Inc.*<sup>89</sup> (doravante, IBP), à *Tyson Foods, Inc.*<sup>90</sup> (doravante, Tyson), fixou a doutrina predominante na jurisprudência norte-americana sobre esta matéria<sup>91</sup>. A segunda, que pretendia adquirir a primeira, litigou contra esta, com o objetivo de colocação de um termo ao já negociado, por razões várias. Uma delas relacionava-se com a equiparação que Tyson efetuava entre problemas financeiros apresentados pela IBP, e por uma sua subsidiária, e a verificação de um efeito material adverso, ao que Tyson afirmava ter o consequente direito de não cumprir o definido no acordo. No fundo, julgou-se que o principal motivo pelo qual esta última se afastou do negociado foi por sentir arrependimento (“*buyer's regret*”<sup>92</sup>).

Correspondiam, ambos, a negócios de natureza cíclica, sofrendo com perdas de lucro significativas, em determinados períodos do ano. Comprovou-se, judicialmente, que Tyson se mostrou, antes da propositura da respetiva ação, inteiramente ciente dessa natureza de IBP, e dos riscos que representavam, conhecendo a situação financeira atual, e eventual futura da mesma. Para além disso, o próprio acordo estipulava inúmeras representações e garantias, com *carve-outs* detalhados, o que só confirmava todo o cuidado que as partes haviam tido na celebração daquele. Ora, por tudo isto, os intentos de Tyson fracassaram, não se tendo julgada preenchida a cláusula MAC e MAE em questão.

O exame realizado a todo o processo de *due diligence*, bem como ao contexto no qual as partes haviam transacionado, foi o mote para que, em algumas decisões judiciais posteriores, se comesse a proceder de igual forma, apreciando-se o negociado na ótica do adquirente real, do caso em concreto, e não do adquirente razoável, e não se atendendo, unicamente, ao que a cláusula MAC e MAE dispunha.

Ademais, um evento, em ordem à sua qualificação enquanto alteração material adversa, tinha de “(...) ameaçar substancialmente o potencial de ganhos globais da empresa alvo de uma forma temporalmente significativa”<sup>93</sup>. Essa ameaça material carecia, portanto, de ser medida numa perspetiva de longo prazo, isto é, tendo por base um período temporal de anos, e não de

---

<sup>89</sup> Vide <https://tysonfreshmeats.com/our-brands/ibp-trusted-excellence-brand>.

<sup>90</sup> Vide <https://www.tysonfoods.com/>.

<sup>91</sup> SÁ, F. Oliveira e (2012) - *Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em contratos de compra e venda de empresas*, cit., 440.

<sup>92</sup> *IBP, Inc. vs. Tyson Foods, Inc.* (Delaware Chancery Court), cit..

<sup>93</sup> “(...) *substantially threaten the overall earnings potential of the target in a durationally-significant manner.*”, *IBP, Inc. vs. Tyson Foods, Inc.* (Delaware Chancery Court), cit..

meses, e impunha o desconhecimento das partes sobre a eventualidade da alteração e respectivos efeitos.

#### 5.1.3.1.2. Decisões Judiciais Ulteriores

O caso<sup>94</sup> que opôs a *Frontier Oil Corp.*<sup>95</sup> (doravante, Frontier) à *Holly Corp.*<sup>96</sup> (de agora em diante, Holly) clarificou os fundamentos justificativos da decisão judicial suprarreferida. Entendeu-se, na resolução daquela contenda judicial, iniciada por Frontier, que a conceção de uma alteração material adversa não só era imprecisa, como dependia do contexto da transação, das partes e dos termos utilizados por estas. A ideia que a mesma transmite é a de que a melhor opção é pormenorizar o conteúdo das cláusulas MAC e MAE, negociando-o, para isso, intensamente. Este caso foi, portanto, um dos que estimulou a mudança no âmbito deste tipo clausal, fomentando a adoção pelas partes de um estilo redacional complexo, mais detalhado, ao invés da sua forma tradicional ampla<sup>97</sup>.

Uma outra disputa bastante conhecida neste meio jurídico-negocial foi a *Hexion, Inc.* (doravante, Hexion) *versus Huntsman Corp.* (daqui em diante, Huntsman)<sup>98</sup>, no qual a primeira, enquanto compradora, pretendia findar o concertado entre as partes, alegando que, no *interim period*, a segunda havia sofrido um efeito material adverso<sup>99</sup>, pelos seus resultados financeiros negativos. Ao passo que Hexion defendia que o melhor método de interpretação da definição de MAE do acordo era a comparação do desempenho de Huntsman, desde a celebração do pacto, e a futura performance prevista para o resto da indústria em causa, Huntsman encarava a “descoberta do tesouro” através do confronto, pelo Tribunal, entre a própria e as suas similares, unicamente se, em primeiro lugar, houvesse determinado o preenchimento da definição de MAE em concreto. Este último modo foi considerado o mais conveniente.

Ora, o Tribunal constatou que Hexion era um adquirente de longo prazo, o que levava a que, para que o declínio financeiro em causa constituísse um MAE, o mesmo deveria prolongar-se consideravelmente no tempo. Concluiu que a diminuição abrupta nos resultados financeiros

---

<sup>94</sup> *Frontier Oil Corp. v. Holly Corp.*, (Delaware Chancery Court), 2005 WL 1039027 (29-abr.-2005), disponível em [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com).

<sup>95</sup> Vide <https://www.frontieroiltd.com/>.

<sup>96</sup> Vide <https://www.hfsinclair.com/home/default.aspx>.

<sup>97</sup> ELKEN, Andrew C. (2009) - *Rethinking the material adverse change clause...*, cit., 314.

<sup>98</sup> *Hexion Specialty Chems., Inc. v. Huntsman Corp.*, cit..

<sup>99</sup> MILLER, Robert T. (2009) - *Hexion v. Huntsman: Elaborating the Delaware MAC Standard*, 20-27, [20], disponível em <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1626495>.

não poderia constituir fundamento suficiente, já que as mudanças, no cômputo global, não eram, afinal, de grande vulto, para além de que os problemas sentidos pela Huntsman seriam, em princípio, de curto prazo, dada a natureza cíclica daquele tipo de indústria.

Firmou-se, então, nesta decisão, que a determinação da ocorrência de um efeito material adverso devia passar pela análise do contexto no qual as partes procediam à transação. Conseguiu-se, ainda, uma ordem de apreciação de uma cláusula deste tipo, nos termos da qual se deveria averiguar, primeiramente, se a empresa-alvo havia sido objeto de alguma MAC, e só nesse caso é que, em segundo lugar, se deveria confirmar se não se encontrava preenchida nenhuma das exceções à cláusula MAC prevista no acordo<sup>100</sup>. Para além disso, concluiu-se que a “materialidade” se aferia, de uma melhor forma, se se recorresse ao método EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*) do que ao método EPS (*earnings per share*)<sup>101</sup>.

Foi, entretanto, na decisão histórica *Akorn Operating Company LLC* (doravante, Akorn) *versus Fresenius SE*<sup>102</sup>, em que se reconheceu, jurisprudencialmente, pela primeira vez, a existência de uma MAC<sup>103</sup>. A segunda pretendia adquirir a primeira, a qual, ao ter experienciado uma descida acentuada da sua receita em relação ao ano anterior, valor que não aparentava diminuir<sup>104</sup>, o Tribunal concluiu que se havia verificado uma alteração material adversa, por Akorn atravessar um “declínio constante no desempenho do negócio que é temporalmente significativo e que seria material para um comprador razoável”<sup>105</sup>.

### 5.1.3.2. Proposta de Critérios de Avaliação

---

<sup>100</sup> *Ibidem*, 24.

<sup>101</sup> GOMES, J. Ferreira (2022) - *M&A Aquisição de empresas e de participações sociais*, cit., 293; *Idem* (2020) – *Contratos de M&A em tempos de pandemia: impossibilidade, alteração das circunstâncias e cláusulas MAC, hardship e força maior*, cit.,381; Sobre a prevalência, no geral, do método EBITDA, vide BOUWENS, J., DE KOK, T., e VERRIEST, A. (2019) - *The Prevalence and Validity of EBITDA as a Performance Measure*, *Comptabilité Contrôle Audit*, Tomo 25, 55-105, disponível em <https://doi.org/10.3917/cca.251.0055>.

<sup>102</sup> Vide <https://www.fresenius.com/>.

<sup>103</sup> SCHWARTZ, Andrew A. (2022) - *Frustration, the MAC clause, and COVID-19*, *UC Davis Law Review*, vol.55, n.º 3, 1771-1828, [1821], disponível em <https://scholar.law.colorado.edu/faculty-articles/1549/>, e SLACK, Richard W., e GLASSER, Joshua M. (2019) - *The material adverse effect landscape after Akorn v. Fresenius*, *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, vol.15, n.º 1, 29-44, [29], disponível em <https://heinonline.org/HOL/Welcome>.

<sup>104</sup> *Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG*, (Delaware Chancery Court), cit..

<sup>105</sup> “(...) *sustained decline in business performance that is durationally significant and which would be material to a reasonable buyer.*”, *Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG*, (Delaware Chancery Court), cit..

Atrevido-nos a dar resposta ao problema da busca pela força material, sustentados no já estudado *supra*, consideramos que essa avaliação deve ser de natureza qualitativa e quantitativa. De aplicação cumulativa, esta última só tem lugar se o resultado da primeira apontar para a existência de uma alteração e efeitos materiais.

Ora, no que toca à primeira, devemos atentar, primeiramente, à estrutura das cláusulas MAC e MAE em questão, cumprindo observar se apresentam o formato tradicional ou moderno. Se for o caso deste último, como, aliás, é a opção mais escolhida pelas partes contratantes no momento da redação daquela, fruto da sua evolução, basta atender ao seu conteúdo, o qual inclui, obrigatoriamente, uma definição e respetivas exceções (*carve-outs*), e, supletivamente, as exceções a estas últimas (*carve right back ou carve in*). Caso se trate, ao invés, de uma cláusula tradicional, geral e abstrata, como complemento à interpretação do conteúdo desta, observamos a estratégia contratual empregue nas demais cláusulas, em especial, com igual função de distribuição do risco. Assim, se alguma, ou algumas das demais, se afigurarem desenhadas mais pormenorizadamente, é prova do cuidado e tempo que as partes dedicaram ao processo de negociação da aquisição da empresa objeto e, como tal, da menor probabilidade de as mesmas serem surpreendidas por algum evento perturbador do equilíbrio contratual.

Com efeito, cabe-nos perceber o nível de conhecimento da parte adquirente sobre a ocorrência da alteração do circunstancialismo subjacente à celebração do acordo aquisitivo. Se se vier a descobrir que a mesma já sabia, ou deveria saber, da mudança propriamente dita, ainda que indiretamente (ou seja, não por transmissão da informação pela vendedora, mas por dedução do contexto negocial como um todo), a parte adquirente detinha um conhecimento real sobre aquela alteração. Tal análise deve, ainda, ser efetuada do ponto de vista de um adquirente real, e não de um adquirente razoável. Entendemos, subjetivamente, ser o comprador com as características do caso em concreto, inserido no contexto negocial em apreço, aquele a partir do qual se deve aferir a “materialidade” da alteração e efeitos materiais adversos, e já não um adquirente razoável, figura aplicável genericamente, e desenquadrada das especificidades do acordo aquisitivo.

No que à avaliação quantitativa diz respeito, há quem defenda a obrigatoriedade de a própria alteração e os respetivos efeitos decorrerem a longo prazo. No caso *IBP versus Tyson Foods*, entendeu-se que a alteração, por forma a preencher o requisito da projeção temporal, tinha de se desdobrar por um período de tempo considerado razoável no meio comercial

(“commercially reasonable period”), e produzir efeitos materiais adversos também por um período de tempo significativo (“durationally significant”)<sup>106</sup>.

Há quem defenda que, em contratos prolongados, apenas é possível aferir se há ou não um equilíbrio contratual, com essa mesma visão, tornando-se essa averiguação numa missão impossível se reduzida a um juízo pontual. Em igual sentido, FERREIRA GOMES<sup>107</sup> entende que, se a parte adquirente sabe, de antemão, que o processo de compra e venda da empresa objeto se prolonga no tempo por razões várias, então uma mera e passageira inconstância lucrativa da empresa-alvo não é requisito bastante para se enquadrar numa MAC e MAE.

Diversamente, outros autores<sup>108</sup> optam por uma análise casuística. De facto, nem todos os adquirentes efetuam a sua compra como parte de um plano a longo prazo, mas antes como uma oportunidade negocial que surge no momento, e que já só é aproveitada para suprir necessidades momentâneas de crescimento. Existem, até, muitos empresários que se dedicam apenas à compra e venda sucedânea de empresas. Com efeito, devem-se distinguir os “adquirentes empresários”, focados num plano de negócios a longo prazo, dos “adquirentes meramente especulativos ou de curto prazo”<sup>109</sup>, os quais, não sendo o seu intuito a perpetuidade do controlo da empresa adquirida, qualquer alteração que se verifique, ainda que a curto prazo, será material para estes. Podem, também, existir adquirentes com uma combinação de perspetivas<sup>110</sup>.

Há, ainda, quem considere<sup>111</sup> que, se nada em contrário se prever expressamente, o plano da aquisição da empresa alvo deverá presumir-se de longo prazo, nem que seja pelo facto de os próprios contratos de compra e venda de empresas apresentarem, quase sempre, um processo de negociação complexo e demorado, sinal da envergadura do projeto e da importância no encontro da melhor forma de distribuição do risco.

---

<sup>106</sup> *IBP, Inc. vs. Tyson Foods, Inc.* (Delaware Chancery Court), cit.; GOMES, J. Ferreira (2022) - *M&A Aquisição de empresas e de participações sociais*, cit., 294; *Idem* (2020) – *Contratos de M&A em tempos de pandemia: impossibilidade, alteração das circunstâncias e cláusulas MAC, hardship e força maior*, cit.,382, e JENNEJOHN, Matthew, NYARKO, Julian, e TALLEY, Eric L. (2020) - *COVID-19 as a Force Majeure in Corporate Transactions, Law in the time of Covid-19*, cit., 150.

<sup>107</sup> GOMES, J. Ferreira (2022) - *M&A Aquisição de empresas e de participações sociais*, cit., 294, e *idem* (2020) – *Contratos de M&A em tempos de pandemia: impossibilidade, alteração das circunstâncias e cláusulas MAC, hardship e força maior*, cit.,382.

<sup>108</sup> ROCHA, F. Afonso (2019) - *A aquisição de empresas com sujeição a condições suspensivas: entre as cláusulas sobre alterações depreciativas e as cláusulas de revisão de preço*, cit., 412.

<sup>109</sup> *Ibidem*, cit., 410 e SÁ, F. Oliveira e (2012) - *Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em contratos de compra e venda de empresas*, cit., 442.

<sup>110</sup> Como no caso *Frontier Oil Corp. v. Holly Corp.*.

<sup>111</sup> SIMÕES, A. Moreira (2023) - *Cláusulas MAC (“Material Adverse Change”) em contratos internacionais de M&A*, cit., 148 a 150. Em igual sentido, no caso *Hexion Specialty Chems., Inc. v. Huntsman Corp.*, cit..

Além disso, é comum a duração dos efeitos da alteração não ser concretizado no conteúdo das cláusulas MAC e MAE, dada a abstração de tal característica, e o aprisionar das partes a períodos de tempo que, possivelmente, na prática, se tornariam absurdos. Este é, portanto, outro argumento contra a projeção temporal dos efeitos, na medida em que, perante tal ausência, devemos ocupar, essencialmente, em saber se tal alteração se enquadra nas expressamente contratualizadas ou, sendo o contrato omissivo, ou demasiado genérico na sua enunciação, se a gravidade da mesma é suficiente para se considerar tal alteração como material<sup>112</sup>. Deve-se, então, atender, obrigatoriamente, ao fator intensidade e, supletivamente (se o circunstancialismo do caso em concreto o justificar) ao fator tempo.

Assim, a configuração de uma alteração ou efeito como material não dependerá, direta e necessariamente, da desmesurada extensão temporal da modificação e respectivas consequências. Poderá depender, ou não, em função daquelas que foram as circunstâncias que fundaram a decisão de contratar, e que moldaram o conteúdo negocial, bem como da capacidade de extinção, total ou parcial, dos efeitos adversos, a curto prazo, como, a título de exemplo, a capacidade de recuperação da empresa objeto após sofrer tal perturbação.

Salientou-se ainda, no caso *IBP versus Tyson Foods*<sup>113</sup>, que a alteração ou os respetivos efeitos deveriam fazer-se sentir de um modo contínuo, o que também não conseguimos concordar totalmente, pelas mesmas razões. De facto, pode algum evento suceder, que produza alterações e efeitos tais, cujo conjunto afete desmesuradamente o planeado entre as partes, ainda que aquelas ocorram de forma intermitente ou esporádica, a curto ou a longo prazo.

Deverá, portanto, toda a análise referida *supra* ser realizada casuisticamente, entendendo-se<sup>114</sup> que o foco interpretativo deve assentar no negócio transmissivo em concreto, celebrado por aquelas partes em específico, e perceber o seu desígnio nas circunstâncias que as envolveram no momento do acordo, e já não a empresa<sup>115</sup> e o seu nível de ativos e passivos, presente e futuro.

---

<sup>112</sup> SCHWARTZ, Andrew A. (2010) - *A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause*, cit., 830.

<sup>113</sup> *IBP, Inc. vs. Tyson Foods, Inc.* (Delaware Chancery Court), cit..

<sup>114</sup> SÁ, F. Oliveira e (2012) - *Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em contratos de compra e venda de empresas*, cit., 442.

<sup>115</sup> Revela-se, contudo, importante certificarmos-nos se o ramo de atividade na qual se insere a empresa objeto apresenta, ou não, uma natureza cíclica, em ordem a se precisar a importância, ou insignificância, da projeção temporal da alteração e efeitos, respetivamente.

#### 5.1.4. “Adversidade”

Por último, em termos gerais, o conceito de “adversidade” refere-se a um “estado ou situação de severa ou continuada dificuldade ou infortúnio”<sup>116</sup>, acarretando o adjetivo “adverso” uma necessária oposição aos interesses de uma das partes contratantes<sup>117</sup>. Correspondendo ao elemento negativo da definição de MAC e MAE, a “adversidade” manifesta-se na inconveniência de que a verificação da “alteração” e dos respetivos “efeitos”, se devem traduzir no cumprimento, por cada uma das partes contratantes, dos deveres inicialmente acordados.

Consideramos que aquela deve ser aferida sob a perspetiva do comprador do caso em concreto, a par do que defendemos acima quanto ao método de se avaliar a “materialidade” de uma alteração e efeitos, isto é, recorrendo-se à ótica do adquirente real<sup>118</sup>. A projeção temporal da “adversidade”, por sua vez, configura, igualmente, uma tarefa casuística, porquanto um evento não precisa, obrigatoriamente, de se estender por um longo período temporal, em ordem a se considerar adverso.

### 6. *Iter Vitae* Clausular

#### 6.1. Negociação

Antes da sociedade hodierna ter vivido tempos económicos deveras conturbados, as cláusulas MAC e MAE não eram negociadas da forma intensa<sup>119</sup> como são hoje. O modelo aquisitivo atualmente mais frequente, denominado “*Two Step-Model*”<sup>120</sup>, no qual se verifica um *interim period*, que separa o *signing* do *closing*, espelha a intenção das partes em prolongarem as

---

<sup>116</sup> Vide <https://www.merriam-webster.com/dictionary/adversity>.

<sup>117</sup> Vide <https://www.merriam-webster.com/dictionary/adverse>.

<sup>118</sup> Em igual sentido, e por analogia ao que sucede na procura pela “materialidade” no caso *Thomas Witter Ltd v TBP Industries Ltd*, (Chancery Division), 2 All E.R. 573 (1996), disponível em [www.westlawuk.com](http://www.westlawuk.com), no qual se sustenta “(...) o que é ‘material’ para ele [comprador] é o que importa.” (“(...) what is ‘material’ to him is what matters.”), vide ZAKRZEWSKI, Rafal (2011) – *Material adverse change*..., cit., 348.

<sup>119</sup> PIRES, C. Monteiro (2020) - *Cláusulas de preço fixo, de ajustamento de preço e de alteração material adversa (“MAC”) e cláusulas de força maior: revisitando problemas de riscos de desequilíbrio e de maiores despesas em tempos virulentos*, cit., 82.

<sup>120</sup> CÂMARA, Paulo, e BASTOS, M. Brito (2011) – *O Direito da Aquisição de Empresas: Uma Introdução*, in *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora, 13-64, [22], disponível em [https://www.servulo.com/xms/files/OLD/publicacoes/Artigos\\_PC\\_MBB\\_aquisicao\\_empresas\\_direito\\_aquisicao\\_empresas\\_introducao.pdf](https://www.servulo.com/xms/files/OLD/publicacoes/Artigos_PC_MBB_aquisicao_empresas_direito_aquisicao_empresas_introducao.pdf), e ROCHA, F. Afonso (2019) - *A aquisição de empresas com sujeição a condições suspensivas: entre as cláusulas sobre alterações depreciativas e as cláusulas de revisão de preço*, cit., 399.

negociações, por forma a certificarem-se que determinadas condições se cumprem antes do momento transaccional propriamente dito.

Importa notar que, enquanto que as cláusulas MAC e MAE genéricas, ao implicarem menores dispêndios na elaboração e aprofundamento técnico do seu conteúdo (os chamados custos de transação), exigem um maior esforço ao nível do *enforcement*, ou seja, no cumprimento do clausulado, já que a probabilidade de invocação da verificação de uma alteração material adversa enquanto justificação formal para a não observância do acordado é deveras facilitada, pois que a redação genérica assim o permite, as cláusulas MAC e MAE específicas, embora acarretem custos de transação mais pesados, a sua objetividade e demarcação factual permitem custos de *enforcement* bem menores.

E durante, ou após, a execução do contrato, o investimento eventualmente concretizado na negociação pode ser favorável ou desfavorável, dependendo da parte, e do modo como a cláusula houver sido redigida. Ora, no que toca à parte adquirente, a probabilidade da eventual alteração vir a preencher o preceituado na definição de MAC e MAE é maior, por força de toda a reflexão efetuada pré-negocialmente se encontrar, à partida, vertida num clausulado mais detalhado. O único inconveniente é a hipotética situação de a alteração que esteja em causa caber na trabalhada enumeração que corporiza as exceções à definição de MAC e MAE. A estabilidade da posição da parte alienante dependerá, igualmente, do modo como se tenha negociado, e redigido, a cláusula. Partindo do pressuposto que, neste caso, o formato que aquela assume é moderno, a vendedora só beneficiará se o conjunto das exceções à definição for extremamente trabalhado, limitando o espaço de encaixe da modificação das circunstâncias em análise, pela compradora.

Ao invés, se o procedimento que anteceder a celebração do contrato se caracterizar pela celeridade e economia de recursos, esse próprio período será favorável às partes, apenas pelo facto de ser menos dispendioso, temporal e economicamente. Durante, ou após, o *interim period*, a melhor ou pior posição das mesmas dependerá, então, do tipo de redação empregue. O formato tradicional será propício à invocação, por parte da compradora, da cláusula, pela grande probabilidade da alteração se enquadrar na definição genérica e abstrata, isenta de exceções e, por isso, menos protetora da posição negocial da vendedora. O formato moderno, ainda que, em princípio, menos comum num processo negocial de reduzida discussão inicial, mas não impossível, se as partes recorrerem a exemplares de redações de outros contratos, favorecerá a vendedora, por restringir o campo de atuação da compradora e, como tal, menos benéfico a esta

última, já que as próprias exceções corresponderão, tendencialmente, a alterações do circunstancialismo gerais, facilmente abrangentes da perturbação em causa.

## 6.2. Técnicas de Redação

Pertencentes ao grupo das cláusulas de adaptação, a atenção que a redação das cláusulas MAC e MAE requer é avultada, já que, ao mesmo tempo que permitem um ajuste do contratualizado a uma nova realidade negocial, podem ser aproveitadas, por outro, e se a interpretação do seu texto assim o viabilizar, como uma oportunidade de evasão ao expressamente estipulado<sup>121</sup>.

Assim, a linguagem utilizada deve ser aquela que melhor exprima a intenção mútua das partes ao tempo da contratação<sup>122</sup>, devendo, por isso, ser objeto de especial cuidado. Devem, também, ser vertidos no contrato todos os potenciais riscos ponderados por aquelas, porquanto, perante a resolução de um eventual litígio, o tribunal possa, através de um método mais direto, concluir que uma determinada alteração circunstancial tenha sido perspectivada pelo comprador como relevante<sup>123</sup>. Aconselhamos, portanto, à discriminação, não só de todos os riscos gerais que possam compreender alterações materiais adversas, mas também dos característicos do tipo de indústria no qual a empresa a adquirir opere<sup>124</sup>.

A redação de cláusulas MAC e MAE específicas é, pois, a mais recomendada na prática contratual, já que, dentro destas últimas, as *inclusions* proporcionam às partes, no geral, uma maior segurança jurídica no tráfego, limitando, em especial, o risco do adquirente, ao passo que os *carve-outs* favorecem mais o vendedor, na medida em que diminuem o perigo do preenchimento da definição de alteração e efeitos materiais adversos. O conteúdo versado nas mesmas

---

<sup>121</sup> Em COSTA, Mariana Fontes da (2019) – *Da Alteração Superveniente das Circunstâncias, ...*, cit., 245, é realçado tal antagonismo, fazendo menção a um “paradoxo das cláusulas de adaptação”.

<sup>122</sup> Devendo ajustar-se às necessidades das partes contratantes. WADEWITZ, Sabine (2007) – *Finanzmarkturbulenzen verändern schuldenfinanzierte Übernahmen; MAC-Klauseln sollen Schutz vor unvorhergesehenen Entwicklungen bieten*, Börsen-Zeitung, Interview mit Ulrich Wolff, n.º184, s. 11, 1, disponível em <https://www.boersen-zeitung.de/>, e SCHWARTZ, Andrew A. (2010) - *A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause*, cit., 794.

<sup>123</sup> GOMES, J. Ferreira (2022) - *M&A Aquisição de empresas e de participações sociais*, cit., 294 e 295, e *idem* (2020) – *Contratos de M&A em tempos de pandemia: impossibilidade, alteração das circunstâncias e cláusulas MAC, hardship e força maior*, cit.,383.

<sup>124</sup> BERGMAN, Suellen W. (2005) – *Once upon an M&A: Litigation...deal falls apart...lessons are learned*, Business Law Today, vol.15, n.º 1, 59-63, [59 e 61], disponível em <https://www.jstor.org/stable/23295208>.

deve, ainda, ser exemplificativo<sup>125</sup>, porquanto a vida é demasiado rica em incidentes estranhos à previsibilidade humana, a ponto de nunca se conseguir prever, com exatidão, todos os eventos de possível ocorrência.

Sendo a posição do comprador, em regra, a mais frágil, em termos de poder de conhecimento sobre o objeto da convenção, tal fator promove a necessidade daquele em se proteger por via do contrato<sup>126</sup>. Uma previsão genérica permite que o mesmo venha a assumir, na execução do acordo, uma posição mais confortável, dada a maior probabilidade da ocorrência de um qualquer evento, nunca antes sequer idealizado como possível pelas partes, se encontrar coberta pela cláusula, e assim constituir, na maioria dos casos, um pretexto para um afastamento do negociado. Se demasiadamente específicas, o comprador fica mais limitado, caso algum acontecimento inesperado surpreenda as partes, obstando a que a cláusula funcione para aquele como um “instrumento de manipulação”<sup>127</sup>.

A posição que assumimos, quanto à estratégia de redação deste tipo clausular, é intermédia, ou seja, o conteúdo do mesmo não deve ser extremamente generalizado, nem deveras detalhado. Nas exceções, por exemplo, aconselhamos que uma delas se refira, abstratamente, às demais alterações equiparáveis às anteriores, por forma a reforçar o carácter exemplificativo da enumeração, a qual contribui para a manutenção do negócio aquisitivo, protegendo-se a parte mais fraca. No fundo, a redação das cláusulas MAC e MAE deve primar pela procura, e estabelecimento, de um equilíbrio<sup>128</sup> entre a generalidade e especificidade no modo de composição clausular. As partes devem abster-se, ainda, de quantificar quaisquer dos elementos que compõem aquelas, já que a medição da intensidade de uma alteração ou de um efeito apenas pode ser realizado casuisticamente.

### **6.3. Invocação, e Respetivos Efeitos**

---

<sup>125</sup> ROCHA, F. Afonso (2019) - *A aquisição de empresas com sujeição a condições suspensivas: entre as cláusulas sobre alterações depreciativas e as cláusulas de revisão de preço*, cit., 412.

<sup>126</sup> *Ibidem*, cit., 397.

<sup>127</sup> COSTA, M. Fontes da (2019) – *Da Alteração Superveniente das Circunstâncias, ...*, cit., 245.

<sup>128</sup> *Ibidem*, 245, a propósito das cláusulas de adaptação em geral.

Preenchendo-se os requisitos expressamente estipulados à ocorrência de uma alteração e efeitos materiais adversos, por acordo inicial das partes, ou por decisão judicial<sup>129</sup>, podem operar-se os remédios eventualmente convencionados, ou então, proceder-se, por via de uma renegociação, à modificação do clausulado, adaptando-o ao novo circunstancialismo, ou à resolução do contrato.

Normalmente, a invocação de uma cláusula MAC e MAE tem subjacente, direta, ou indiretamente, o intento de renegociação do inicialmente acordado<sup>130</sup>. Já se o resultado pretendido com a sua invocação for a interrupção da execução do contrato, o que, também, não é menos frequente, numa transação de colossal dimensão, tal pode ter como consequência, no limite, o declínio de todo um sistema financeiro.

Defendemos, pois, o recurso à resolução contratual apenas em *ultima ratio*, ou seja, quando as partes não concordem em renegociar os termos do contrato, ou se, ainda que concordando, a própria readaptação do clausulado se venha a revelar extremamente onerosa. Deve preferir-se, se possível, a renegociação do inicialmente estipulado<sup>131</sup>, aquando da ocorrência de uma alteração e efeitos materiais adversos, em ordem ao aproveitamento de todo o esforço negocial das partes, bem como à continuidade do cumprimento dos desígnios iniciais das mesmas com a compra e venda da empresa em causa.

## **7. A Relação entre o Instituto da Alteração das Circunstâncias e as Cláusulas MAC e MAE**

Consagrado no art.º 437.º do CC, o sucesso da invocação do instituto da alteração das circunstâncias depende se o contexto perante o qual as partes tomaram a decisão justificativa da celebração do acordo<sup>132</sup> houver sofrido, cumulativamente, uma mudança<sup>133</sup>, ulterior à

---

<sup>129</sup> A qual deve atender aos interesses das partes no negócio em questão. MONTEIRO, A. Pinto, e GOMES, Júlio (1998) - *A «Hardship Clause» e o problema da alteração das circunstâncias (breve apontamento)*, cit., 40.

<sup>130</sup> QUINN, Brian J. M. (2021) - *Mergers, Macs, and Covid-19*, cit., 607, e SIMÕES, A. Moreira (2023) - *Cláusulas MAC (“Material Adverse Change”) em contratos internacionais de M&A*, cit., 175.

<sup>131</sup> MONTEIRO, A. Pinto, e GOMES, Júlio (1998) - *A «Hardship Clause» e o problema da alteração das circunstâncias (breve apontamento)*, cit., 39.

<sup>132</sup> A base do negócio, isto é, “as circunstâncias em que as partes fundaram a decisão de contratar”. ASCENÇÃO, J. Oliveira (1999) – *Direito Civil, Teoria Geral*, vol.2, Coimbra Editora, 415 e 418.

<sup>133</sup> Ac. do STJ, de 06/04/2021, Processo n.º 5760/18.0T8STB.E1.S1, Relator Alexandre Reis, disponível em <https://www.dgsi.pt/>.

celebração do contrato, anómala<sup>134</sup>, criadora de um efeito negativo significativo<sup>135</sup> para uma das partes contratantes, não coberto pelos riscos próprios do contrato e, com isso, o cumprimento das obrigações que outrora houvera assumido por essa via revelar-se incompatível com os ditames da boa fé negocial. O equilíbrio das prestações deve, assim, ter sido atingido bruscamente<sup>136</sup>, sendo o princípio da boa fé o que subjaz, e enforma, a essência deste instituto<sup>137</sup>. A própria alteração deve constituir, ainda, causa direta de todos os danos causados por aquela<sup>138</sup>.

Na ordem jurídica norte-americana, este instituto tem correspondência à denominada “doutrina da frustração”<sup>139</sup>. Inicialmente, as cláusulas MAC e MAE não eram comparadas com esta, pois que a entendiam como uma cláusula *sui generis*<sup>140</sup>. Porém, posteriormente, aquelas tornaram-se, nas palavras de ANDREW SCHWARTZ<sup>141</sup>, numa “versão liberalizada” desta doutrina, constituindo uma cláusula padrão, de base análoga àquela<sup>142</sup>.

Possibilitando ambas que a parte adquirente se recuse a cumprir o acordado em face do novo circunstancialismo, inibidor da prossecução dos propósitos iniciais justificativos da respetiva negociação<sup>143</sup>, as cláusulas MAC e MAE são, à partida, mais fáceis de se preencher do que aquela doutrina<sup>144</sup>. Isto explica-se<sup>145</sup> pelo facto de, na alegação da ocorrência de frustração, ter que estar em causa uma perda de valor da empresa objeto por completo, ao passo que, para

---

<sup>134</sup> MELO, Pedro (2011) – *A Distribuição do Risco nos Contratos de Concessão de Obras Públicas*, cit., 83, e ac. do TRL, de 14/06/2017, Processo n.º 163/09.0TTLSB-A.L1-4, Relator José Feteira, disponível em <https://www.dgsi.pt/>.

<sup>135</sup> Ac. do STJ, de 7 de março de 2023, Processo n.º 328/21.6T8PTG.E1.S1, Relator Sousa Pinto, disponível em <https://www.dgsi.pt/>.

<sup>136</sup> Ac. do TRP, de 9 de novembro de 2023, Processo n.º 16989/22.6T8PRT-A.P1, Relator Aristides Rodrigues de Almeida, disponível em <https://www.dgsi.pt/>.

<sup>137</sup> “III - O fulcro do art.º 437.º, n.º 1, do CC, encontra-se nos “princípios da boa-fé”.”, Ac. do STJ, de 11 de julho de 2023, Processo n.º 1779/21.1T8STB.E1.S1, Relatora Maria João Vaz Tomé, disponível em <https://www.dgsi.pt/>.

<sup>138</sup> Ac. do STJ, de 30 de março de 2017, Processo n.º 1320/11.4TVLSB.L1.S1, Relator João Trindade, disponível em <https://www.dgsi.pt/>.

<sup>139</sup> “*The Frustration doctrine*”, explorada em SCHWARTZ, Andrew A. (2022) - *Frustration, the MAC clause, and COVID-19*, cit., 1771.

<sup>140</sup> As cláusulas MAC e MAE foram, até, consideradas como “(...) animais estranhos, *sui generis* entre as demais cláusulas.” (“(...) strange animals, *sui generis* among their contract clause brethren.”), no caso *Hexion Specialty Chems., Inc. v. Huntsman Corp.*, (Delaware Chancery Court), cit..

<sup>141</sup> SCHWARTZ, Andrew A. (2022) - *Frustration, the MAC clause, and COVID-19*, cit., 1771.

<sup>142</sup> *Ibidem*, 1821.

<sup>143</sup> *Ibidem*, 1819 e 1820.

<sup>144</sup> “(...) a cláusula MAC deverá ser mais fácil de satisfazer do que (...) a doutrina da frustração.” (“(...) the MAC clause should be easier to satisfy than (...) the frustration doctrine.”) e “Seja qual for o significado de ‘material’, é algo menos do que ‘catastrófico’.” (“Whatever ‘material’ may mean, it is something less than ‘catastrophic.’”). SCHWARTZ, Andrew A. (2010) - *A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause*, cit., 829.

<sup>145</sup> *Ibidem*, 822.

a aplicação de uma cláusula MAC e MAE, basta a verificação de uma alteração “material”<sup>146</sup> ao circunstancialismo subjacente à celebração do acordo.

Numa transposição para o panorama jurídico português, o grosso da doutrina portuguesa<sup>147</sup> abraça este ponto de vista<sup>148</sup>, com base no qual o preenchimento de uma cláusula MAC e MAE se revela mais acessível do que o cumprimento dos pressupostos legais da alteração das circunstâncias, ditados no artigo mencionado *supra*.

O desígnio deste instituto é, praticamente, equivalente ao subjacente à aposição das cláusulas, já que correspondem ambos a instrumentos de distribuição dos riscos contratuais<sup>149</sup>. O preenchimento dos seus requisitos é, igualmente, objeto de uma prova penosa<sup>150</sup>. De facto, da mesma forma que, para que se verifique uma alteração e efeitos materiais adversos, tenha de ocorrer uma mudança significativa adversa do circunstancialismo no qual as partes fundaram a sua decisão de contratar, a aplicação do instituto legal requer, igualmente, que a base do negócio tenha sofrido uma alteração expressiva e anormal.

Porém, este último requer ainda, legalmente, que a exigência das obrigações assumidas pela parte lesada afete gravemente os ditames da boa fé negocial, a qual não é apreciada da mesma forma em ambos os instrumentos jurídicos, sendo-a mais ligeira no domínio das cláusulas MAC e MAE<sup>151</sup>, e que a modificação da conjuntura negocial não esteja coberta pelos riscos próprios do contrato. Não podemos, por isso, concluir pela “existência de uma total analogia ou coincidência perfeita entre as cláusulas MAC e MAE e o instituto da alteração das circunstâncias”<sup>152</sup>. FERREIRA GOMES<sup>153</sup> alerta, assim, para uma articulação cautelosa entre o emprego deste tipo clausular, enquanto solução contratual, e a disciplina da alteração das circunstâncias, enquanto solução legal.

---

<sup>146</sup> Suficientemente relevante, mas não necessariamente colossal.

<sup>147</sup> SÁ, F. Oliveira e (2012) - *Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em contratos de compra e venda de empresas*, cit., 439.

<sup>148</sup> SCHWARTZ, Andrew A. (2010) - *A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause*, cit., 819.

<sup>149</sup> COSTA, M. Fontes da (2021) – *Distribuição de Riscos Contratuais e a Pandemia de Covid-19*, cit., 210.

<sup>150</sup> COSTA, M. Fontes da (2021) – *Covid-19 e Alteração Superveniente das Circunstâncias*, Revista da Ordem dos Advogados, vol.81, n.ºs I/II, 357-374, [358], disponível em <https://portal.oa.pt/publicacoes/revista-da-ordem-dos-advogados/>.

<sup>151</sup> CÂMARA, Paulo, e BASTOS, M. Brito (2011) – *O Direito da Aquisição de Empresas: Uma Introdução*, cit., 46.

<sup>152</sup> SÁ, F. Oliveira e (2012) - *Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em contratos de compra e venda de empresas*, cit., 439, e SCHWARTZ, Andrew A. (2010) - *A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause*, cit., 828.

<sup>153</sup> GOMES, J. Ferreira (2020) - *Contratos de M&A em tempos de pandemia: impossibilidade, alteração das circunstâncias e cláusulas MAC, hardship e força maior*, cit., 383, e *idem* (2022) - *M&A Aquisição de empresas e de participações sociais*, cit., 295.

Apoiamos a tese de que a aplicação do regime do instituto é subsidiária<sup>154</sup> face ao recurso de previsões normativas específicas, ou ao emprego do contratualizado. No entanto, mesmo existindo uma previsão contratual ou legal sobre a distribuição do risco no caso em apreço, pode-se, e deve-se, recorrer ao tal instituto, se a boa fé, mesmo após a sua aplicação, continuar a revelar-se gravemente afetada<sup>155</sup>. Funciona, assim, como um “mecanismo de correção de uma alocação”<sup>156</sup> de riscos, efetuada com base num circunstancialismo não mais constatado. Vigora, portanto, uma “relação de complementaridade”<sup>157</sup> entre o instituto e as normas contratuais e legais.

Concordamos, ainda, com a doutrina<sup>158</sup> que entende que a autonomia privada das partes, viabilizada pelo consagrado no art.º 405.º do CC, não pode estender-se à possibilidade de aquelas evitarem aquele instituto, apondo expressamente a impossibilidade de invocação do artigo 437.º do CC, já que se a única solução fosse cumprir “à letra” o acordado quanto à distribuição do risco, o desfecho revelar-se-ia, em determinadas situações, excessivamente oneroso e contrário à boa-fé<sup>159</sup>. No fundo, subjaz a este entendimento uma precaução<sup>160</sup> contratual do “risco da regulação do risco”, o que não é impeditivo das partes poderem apor uma cláusula MAC e MAE, em ordem a prever um desfecho diverso daquele que resultaria da invocação imediata do instituto da alteração das circunstâncias, desde que não limitem o lesado no recurso a este último instrumento de adaptação, ou afastamento, das partes, perante uma nova realidade negocial<sup>161</sup>.

A ordem que deve prevalecer, a nosso ver, é a de que, primeiramente, se deve atentar ao que é contratualizado pelas partes quanto à repartição do risco e, apenas perante a ausência dessa previsão, o não preenchimento da cláusula de adaptação, ou se a boa fé se revelar

---

<sup>154</sup> COSTA, M. Fontes da (2019) – *Da Alteração Superveniente das Circunstâncias*, ..., cit., 293 e 387; DUARTE, D. Pereira (2015) - *A regulação contratual do risco*, cit., 216; GOMES, J. Ferreira (2020) - *Contratos de M&A em tempos de pandemia: impossibilidade, alteração das circunstâncias e cláusulas MAC, hardship e força maior*, cit., 384; *Idem* (2022) - *M&A Aquisição de empresas e de participações sociais*, cit., 295, e Ac. do STJ, de 11/05/2023, Processo n.º 1455/21.5YLPRT.L1.S1, Relatora Catarina Serra, disponível em <https://www.dgsi.pt/>.

<sup>155</sup> Ac. do TRC, de 31/01/2006, Processo n.º 3930/05, Relator Cura Mariano, disponível em <https://www.dgsi.pt/>.

<sup>156</sup> COSTA, M. Fontes da (2019) - *Da Alteração Superveniente das Circunstâncias*, ..., cit., 386.

<sup>157</sup> *Ibidem*, 387.

<sup>158</sup> Em DUARTE, D. Pereira (2015) - *A regulação contratual do risco*, cit., 216 e 217, é justificada tal posição com o facto da vigência do art.º 437.º do CC ter por base o “instituto civil geral da boa fé”.

<sup>159</sup> *Ibidem*, 217, 226 e 227.

<sup>160</sup> Sobre o princípio da precaução, a propósito da relação entre o direito e o risco, vide FRADE, Catarina (2009) - *O direito face ao risco*, cit., 66 a 68.

<sup>161</sup> DUARTE, D. Pereira (2015) - *A regulação contratual do risco*, cit., 217.

gravemente afetada, é que se deve recorrer às ferramentas disponibilizadas pela lei geral aplicável, de entre as quais o instituto da alteração das circunstâncias<sup>162</sup>.

#### IV. Considerações Finais

Pugnamos, desde logo, ao contrário da doutrina maioritária, pela diferenciação entre os conceitos de “alteração” e “efeito” materiais adversos. Embora tal exigência organizativa provoque, por um lado, um maior embaraço no tratamento teórico desta matéria, por outro, o desenvolvimento prático desta última beneficia de tal distinção, permitindo uma maior clareza no planeamento negocial e redacional. Assim, o conceito “efeito” deve apenas ser empregue no sentido de expressar as consequências da verificação de uma “alteração”, o que implica a necessária ocorrência anterior desta, não sendo reconduzido, exatamente, ao evento material adverso em si mesmo.

Posto isto, pudemos observar que definir o conceito de “materialidade” se revela, neste âmbito, a tarefa mais complexa. Propomos, assim, com base no vasto contributo jurisprudencial norte-americano, e em ordem à procedência de um juízo classificativo de um evento enquanto “material”, uma avaliação de natureza mista, de acordo com critérios qualitativos e quantitativos.

No que concerne aos primeiros, devemos atentar à estrutura das cláusulas MAC e MAE em questão. Se as mesmas assumirem o formato moderno, basta atender ao seu conteúdo, o qual inclui, obrigatoriamente, uma definição e respetivas exceções (*carve-outs*), e, supletivamente, as exceções a estas últimas (*carve right back* ou *carve in*). Se as cláusulas MAC e MAE assumirem, ao invés, um formato tradicional, devemos atentar, como complemento à interpretação do conteúdo desta, à estratégia contratual a que as partes recorreram na redação das demais cláusulas, em especial, com igual função de distribuição do risco, já que o nível de detalhe das mesmas é um forte indício da dedicação das partes no processo de negociação da aquisição da empresa objeto. Para além disso, não podendo a parte adquirente deter um conhecimento real sobre a possibilidade de ocorrência do evento adverso, toda esta avaliação deve, ainda, ser realizada sob o ponto de vista de um adquirente real.

A avaliação quantitativa, por sua vez, deve ser realizada posteriormente, e apenas a partir de resultados positivos da avaliação qualitativa. No que concerne ao fator tempo, e ao contrário

---

<sup>162</sup> COSTA, M. Fontes da (2019) – *Da Alteração Superveniente das Circunstâncias*, ..., cit., 293 e 298.

da doutrina majoritária, tal análise não carece, obrigatoriamente, de ser efetuada numa perspectiva de longo prazo. Devemos, antes, perceber, dentro do contexto negocial em causa, e da alteração ocorrida, qual a delimitação temporal que mais sentido transparece. Para isso, é importante a distinção entre “adquirentes empresários” e “adquirentes meramente especulativos ou de curto prazo”<sup>163</sup>. Se tal não for possível, ou não se conseguir chegar a um consenso quanto a tal aspeto, devemos presumir que o plano de aquisição da empresa foi realizado sob uma perspectiva de longo prazo<sup>164</sup>, na medida em que a maioria dos contratos de compra e venda de empresa são contratos comerciais de longa duração. Tudo isto sem prejuízo de a final, devermos atribuir mais importância à intensidade dos efeitos da alteração adversa, e não tanto à durabilidade dos mesmos.

Através de uma análise casuística, uma descida de até dez por cento nos lucros da empresa objeto, a título de exemplo, pode revelar-se, quantitativamente, uma variação significativa se, observando os antecedentes daquela quanto a este aspeto, se revelarem os mais baixos desde sempre, ou desde a última metade temporal da sua existência, por exemplo.

Assim, enquanto opção contratual de regime mais flexível e ajustável à conjuntura e intuitos negociais das partes, comparativamente ao instituto da alteração das circunstâncias, as cláusulas MAC e MAE, ainda que importadas do direito anglo-saxónico, necessitam de ser estudadas com maior afinco, num futuro breve, nos países de tradição romano-germânica, como é o caso português, a par da intensidade com que já se investiga a alteração das circunstâncias prevista legalmente, a qual se revela, em princípio, de recurso subsidiário, face àquelas.

É impensável que um tipo clausular, cada vez mais empregue pelas partes em acordos cujo objeto é a negociação de uma empresa, não seja um tema profundamente discutido, dado o seu “potencial de conflito”<sup>165</sup>. Um maior desenvolvimento dos critérios a ter em conta na avaliação da “materialidade” facilitaria, assim, a interpretação e aplicação das cláusulas MAC e MAE.

---

<sup>163</sup> ROCHA, F. Afonso (2019) - *A aquisição de empresas com sujeição a condições suspensivas: entre as cláusulas sobre alterações depreciativas e as cláusulas de revisão de preço*, cit., 410, e SÁ, F. Oliveira e (2012) - *Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em contratos de compra e venda de empresas*, cit., 442.

<sup>164</sup> SIMÕES, A. Moreira (2023) - *Cláusulas MAC (“Material Adverse Change”) em contratos internacionais de M&A*, cit., 148 a 150.

<sup>165</sup> COSTA, M. Fontes da (2019) – *Da Alteração Superveniente das Circunstâncias, ...*, cit., 395.

## V. Bibliografia

-ABREU, J. M. Coutinho de (2022) – *Curso de Direito Comercial*, vol.1, 13.ªed., Coimbra: Almedina, 212;

-ANDRADE, M. A. Domingues de (1992) – *Teoria Geral da Relação Jurídica*, vol.2, 7.ª reimp., Coimbra: Livraria Almedina, 25;

-ANTUNES, J. Engrácia (2008) – *A Empresa como Objeto de Negócios, “Asset Deals” Versus “Share Deals”*, Revista da Ordem dos Advogados, vol. 2/3, N.º 68, 715-793, [717 à 748], disponível em <https://portal.oa.pt/publicacoes/revista-da-ordem-dos-advogados/>;

-ANTUNES, J. Engrácia (2009) - *Direito dos Contratos Comerciais*, Coimbra: Almedina, 42, 45, 46 e 296;

-ASCENÇÃO, J. Oliveira (1999) - *Direito Civil, Teoria Geral*, vol.2, Coimbra Editora, 415 e 418;

-ATAÍDE, R. Mascarenhas de (2021) - *Modelos convencionais de regulação e distribuição do risco contratual. Em especial, as cláusulas hardship*, Revista de Direito Civil, ano VI, n.º 1, 63-84, [67], disponível em <https://www.revistadedireitocivil.pt/>;

-BERGMAN, Suellen W. (2005) – *Once upon an M&A: Litigation...deal falls apart...lessons are learned*, Business Law Today, vol.15, n.º 1, 59-63, [59 e 61], disponível em <https://www.jstor.org/stable/23295208>;

-BOTREL, Sérgio (2012) – *Fusões & Aquisições*, São Paulo: Editora Saraiva, 253;

-BOUWENS, J., DE KOK, T., e VERRIEST, A. (2019) - *The Prevalence and Validity of EBITDA as a Performance Measure*, Comptabilité Contrôle Audit, Tomo 25, 55-105, disponível em <https://doi.org/10.3917/cca.251.0055>;

-CÂMARA, Paulo, e BASTOS, M. Brito (2011) – *O Direito da Aquisição de Empresas: Uma Introdução*, in *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora, 13-64, [22 e 46], disponível em: [https://www.servulo.com/xms/files/OLD/publicacoes/Artigos\\_/PC\\_MBB\\_aquisicao\\_empresas\\_direito\\_aquisicao\\_empresas\\_introducao.pdf](https://www.servulo.com/xms/files/OLD/publicacoes/Artigos_/PC_MBB_aquisicao_empresas_direito_aquisicao_empresas_introducao.pdf);

-CORDEIRO, A. Menezes (2022) – *Direito Comercial*, 5.<sup>a</sup>ed., Coimbra: Almedina, 324;

-COSTA, M. Fontes da (2019) – *Da Alteração Superveniente das Circunstâncias, Em Especial à Luz dos Contratos Bilateralmente Comerciais*, col. “Teses de Doutoramento”, Coimbra: Almedina, 241, 242, 245, 250, 251, 293, 298, 374, 386, 387 e 395;

-COSTA, M. Fontes da (2021) – *Covid-19 e Alteração Superveniente das Circunstâncias*, Revista da Ordem dos Advogados, vol.81, n.ºs I/II, 357-374, [358], disponível em <https://portal.oa.pt/publicacoes/revista-da-ordem-dos-advogados/>;

-COSTA, M. Fontes da (2021) – *Distribuição de Riscos Contratuais e a Pandemia de Covid-19*, Revista Universul Juridic, n.º 11, 205-220, [209 e 210], disponível em <https://revista.universuljuridic.ro/>;

-COSTA, M. S. Neubauer da (2021) – *O Estranho Animal Chamado Cláusula MAC*, Revista semestral de direito empresarial, n.º 29, 111-134, [113], disponível em <https://rsde.com.br/wp-content/uploads/2022/07/RSDE-29-111-134.pdf>;

-DUARTE, D. Pereira (2015) - *A regulação contratual do risco*, Revista de Direito das Sociedades, ano VII, n.º 1, 189-235, [216, 217, 220, 226 e 227], disponível em <https://www.revistade-direitodassociedades.pt/>;

-ELKEN, Andrew C. (2009) - *Rethinking the material adverse change clause in merger and acquisition agreements: should the United States consider the british model?*, Southern California Law Review, vol.82, n.º 2, 291-340, [293, 295, 297, 314 e 315], disponível em <https://southerncalifornialawreview.com/2009/01/02/rethinking-the-material-adverse-change-clause-in-merger-and-acquisition-agreements-should-the-united-states-consider-the-british-model-note-by-andrew-c-elken/>;

-FRADE, Catarina (2009) - *O direito face ao risco*, Revista Crítica de Ciências Sociais, vol.86, 53-72, [54 a 63 e 66 a 68], disponível em <https://estudogeral.uc.pt/handle/10316/33761>;

-GARCÍA, S. Long (2018) - *El BIG MAC Ataca de Nuevo. Por primera vez Delaware reconoce la ocurrencia de un MAC en una operación de M&A*, Enfoque Derecho, 1, disponível em <https://enfoquederecho.com/>;

-GARRETT, M. Shenker (2010) - *Efficiency and certainty in uncertain times: the Material Adverse Change Clause Revisited*, Columbia Journal of Law and Social Problems, vol.43, n.º 3, 333-362, [334], disponível em <https://jlsplaw.columbia.edu/wp-content/blogs.dir/213/files/2017/03/43-Garrett.pdf>;

-GILSON, Ronald J., e Schwartz, Alan (2005) - *Understanding MACs: moral hazard in acquisitions*, Journal of Law, Economics, and Organization, vol.21, n.º2, 330-358, [335 a 337], disponível em [https://scholarship.law.columbia.edu/faculty\\_scholarship/1317/](https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/1317/);

-GOMES, J. Ferreira (2020) - *Contratos de M&A em tempos de pandemia: impossibilidade, alteração das circunstâncias e cláusulas MAC, hardship e força maior*, Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, ano LXI, n.º 1, 365-390, [380, 383 e 384], disponível em <https://www.fd.ulisboa.pt/investigacao/producao-cientifica/revistas-cientificas/revista-da-fdul/>;

-GOMES, J. Ferreira (2022) - *M&A Aquisição de empresas e de participações sociais*, Lisboa: AAFDL Editora, 33, 50, 53, 65, 225, 226, 231, 287 a 289, 291 a 295, 299 e 433;

-GUEDES, A. Agostinho, e GOMES, J. Vieira (2023) - *Comentário ao Código Civil, Direito das Obrigações, Contratos em Especial*, col. “Comentários de Leis”, Lisboa: Universidade Católica Editora, 23;

-JENNEJOHN, Matthew, NYARKO, Julian, e TALLEY, Eric L. (2020) - *COVID-19 as a Force Majeure in Corporate Transactions, Law in the time of Covid-19*, Columbia Law School, 141-154, [141 e 150], disponível em [https://scholarship.law.columbia.edu/faculty\\_scholarship/2645](https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/2645);

-MELO, Pedro (2011) - *A Distribuição do Risco nos Contratos de Concessão de Obras Públicas*, Coimbra: Almedina, 61 a 65, 74, 78 e 83;

-MILLER, Robert T. (2009) - *Hexion v. Huntsman: Elaborating the Delaware MAC Standard*, 20-27, [20 e 24], disponível em <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1626495>;

-MILLER, Robert T. (2009) - *The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements*, William & Mary Law Review, vol.50, 2007-2104, [2042, 2047 a 2049], disponível em <https://scholarship.law.wm.edu/wmlr/vol50/iss6/4>;

-MILLER, Robert T. (2021) - *Pandemic risk and the interpretation of exceptions in MAE clauses*, Journal of Corporation Law, vol.46, n.º3, 681-716, [693], disponível em [https://jcl.law.uiowa.edu/sites/jcl.law.uiowa.edu/files/2021-08/Miller\\_Final\\_Web.pdf](https://jcl.law.uiowa.edu/sites/jcl.law.uiowa.edu/files/2021-08/Miller_Final_Web.pdf);

-MONSON, Bryan (2015) - *The modern MAC: allocating deal risk in the post-IBP v. Tyson world*, Southern California Law Review, vol.88, n.º 3, 769-804, [769 e 770], disponível em <https://southerncalifornialawreview.com/2015/03/01/the-modern-mac-allocating-deal-risk-in-the-post-ibp-v-tyson-world-note-by-bryan-monson/>;

-MONTEIRO, A. Pinto, e GOMES, Júlio (1998) - *A «Hardship Clause» e o problema da alteração das circunstâncias (breve apontamento)*, JURIS ET DE JURE, Nos vinte anos da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa – Porto, Coimbra Editora, 17-40, [21, 22, 39 e 40];

-OLIVEIRA, A. Perestrelo de (2022) – *Desvinculação Programada do Contrato*, Coimbra: Almedina, 338;

-OPPETIT, Bruno (1974) - *L'Adaptation des Contrats Internationaux aux Changement de Circonstances: La Clause de Hardship*, Clunet, ano 101, 794-814, [797, 800, 802 e 803], disponível em [https://www.trans-lex.org/127600/\\_/oppetit-bruno-ladaptation-des-contrats-internationaux-aux-changement-de-circonstances:-la-clause-de-hardship-101-clunet-1974-at-794-et-seq/](https://www.trans-lex.org/127600/_/oppetit-bruno-ladaptation-des-contrats-internationaux-aux-changement-de-circonstances:-la-clause-de-hardship-101-clunet-1974-at-794-et-seq/);

-PIRES, C. Monteiro (2020) - *Cláusulas de preço fixo, de ajustamento de preço e de alteração material adversa (“MAC”) e cláusulas de força maior: revisitando problemas de riscos de desequilíbrio e de maiores despesas em tempos virulentos*, Revista da Ordem dos Advogados, ano 80, n.ºs 1-2 , 73-93, [82, 83, 84 e 90], disponível em <https://portal.oa.pt/publicacoes/revista-da-ordem-dos-advogados/>;

-QUINN, Brian J. M. (2021) - *Mergers, Macs, and Covid-19*, University of Richmond Law Review, vol.55, n.º 2, 565-614, [573, 574 e 607], disponível em <https://scholarship.richmond.edu/lawreview/vol55/iss2/5/>;

-ROCHA, F. Afonso (2019) - *A aquisição de empresas com sujeição a condições suspensivas: entre as cláusulas sobre alterações depreciativas e as cláusulas de revisão de preço*, Revista de Direito das Sociedades, ano XI, n.º 2, 395-428, [397, 399, 409, 410 e 412], disponível em <https://www.revistadedireitodassociedades.pt/>;

-ROPPO, Enzo (2009) – *O Contrato*, Brasil: Almedina, 67;

-SÁ, F. Oliveira e (2012) - *Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em contratos de compra e venda de empresas*, Direito E Justiça, (Especial), 427-444, [428 a 433, 439 e 440 a 442], disponível em <https://doi.org/10.34632/direitojustica.2012.9866>;

-SCHWARTZ, Andrew A. (2010) - *A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause*, UCLA Law Review, n.º57, 789-840, [789, 791, 794, 817,

819, 821, 822, 828, 829 e 830], disponível em <https://scholar.law.colorado.edu/faculty-articles/451>;

-SCHWARTZ, Andrew A. (2020) - *Contracts and COVID-19*, Stanford Law Review Online, vol. 73, 48-60, [57], disponível em <https://review.law.stanford.edu/wp-content/uploads/sites/3/2020/07/73-Stan.-L.-Rev.-Online-Schwartz.pdf>;

-SCHWARTZ, Andrew A. (2022) - *Frustration, the MAC clause, and COVID-19*, UC Davis Law Review, vol.55, n.º 3, 1771-1828, [1771, 1819 a 1821], disponível em <https://scholar.law.colorado.edu/faculty-articles/1549/>;

-SIMÕES, A. Moreira (2023) - *Cláusulas MAC (“Material Adverse Change”) em contratos internacionais de M&A*, Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, ano LXIV, n.º 1, Tomo 1, 135-181, [141, 142, 145, 146, 148 a 150, e 175], disponível em <https://www.fd.ulisboa.pt/investigacao/producao-cientifica/revistas-cientificas/revista-da-fdul/>;

-SLACK, Richard W., e GLASSER, Joshua M. (2019) - *The material adverse effect landscape after Akorn v. Fresenius*, Pratt's Journal of Bankruptcy Law, vol.15, n.º 1, 29-44, [29], disponível em <https://heinonline.org/HOL/Welcome>;

-THREET, Hunter C. (2017) - *The definition of material adverse change: balancing risk in merger agreements under Delaware law*, Transactions: The Tennessee Journal of Business Law, vol.18, N.º 3, 1007-1028, [1007 e 1023], disponível em <https://ir.law.utk.edu/transactions/vol18/iss3/4/>;

-WADEWITZ, Sabine (2007) – *Finanzmarkturbulenzen verändern schuldenfinanzierte Übernahmen; MAC-Klauseln sollen Schutz vor unvorhergesehenen Entwicklungen bieten*, Börsen-Zeitung, Interview mit Ulrich Wolff, n.º 184, s. 11, 1, disponível em <https://www.boersen-zeitung.de/>;

-ZACCARIA, E. Christine (2005) - *The Effects of Changed Circumstances in International Commercial Trade*, International Trade and Business Law Review, vol.9, 135-182, [150], disponível em <https://classic.austlii.edu.au/cgi-bin/download.cgi/cgi%20bin/download.cgi/download/au/journals/IntTBLawRw/2004/6.pdf>;

-ZAKRZEWSKI, Rafal (2011) – *Material adverse change and material adverse effect provisions: construction and application*, Law and Financial Markets Review, vol.5, n.º 5, 344-356, [348], disponível em <https://doi.org/10.5235/175214411797474222>.

## **VI. Jurisprudência**

- Ac. do 7.º Juízo Civil da Comarca de Lisboa, de 22/08/2014, Processo n.º 3194/12.9TJLSB, disponível em <https://www.dgsi.pt/>;

-Ac. do STJ, de 06/04/2021, Processo n.º 5760/18.0T8STB.E1.S1, Relator Alexandre Reis, disponível em <https://www.dgsi.pt/>;

-Ac. do STJ, de 11 de julho de 2023, Processo n.º 1779/21.1T8STB.E1.S1, Relatora Maria João Vaz Tomé, disponível em <https://www.dgsi.pt/>;

-Ac. do STJ, de 11/05/2023, Processo n.º 1455/21.5YLPRT.L1.S1, Relatora Catarina Serra, disponível em <https://www.dgsi.pt/>;

-Ac. do STJ, de 26/11/2014, Processo n.º 282/04.9TB AVR.C2.S1, Relator Tavares de Paiva, disponível em <https://www.dgsi.pt/>;

-Ac. do STJ, de 30 de março de 2017, Processo n.º 1320/11.4TVLSB.L1.S1, Relator João Trindade, disponível em <https://www.dgsi.pt/>;

-Ac. do STJ, de 7 de março de 2023, Processo n.º 328/21.6T8PTG.E1.S1, Relator Sousa Pinto, disponível em <https://www.dgsi.pt/>;

-Ac. do TRC, de 31/01/2006, Processo n.º 3930/05, Relator Cura Mariano, disponível em <https://www.dgsi.pt/>;

-Ac. do TRL, de 06/06/2019, Processo n.º 8693/16.8T8ALM-A.L1-2, Relatora Gabriela Cunha Rodrigues, disponível em <https://www.dgsi.pt/>;

-Ac. do TRL, de 07/04/2016, Processo n.º 3194/12.9TJLSB.L1, Relatora Maria Amélia Ameixoeira, disponível em <https://www.dgsi.pt/>;

-Ac. do TRL, de 14/06/2017, Processo n.º 163/09.0TTLSB-A.L1-4, Relator José Feteira, disponível em <https://www.dgsi.pt/>;

-Ac. do TRP, de 9 de novembro de 2023, Processo n.º 16989/22.6T8PRT-A.P1, Relator Aristides Rodrigues de Almeida, disponível em <https://www.dgsi.pt/>;

-*Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG*, (Delaware Chancery Court), WL 4719347 (1-out.-2018), disponível em [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com);

-*Frontier Oil Corp. v. Holly Corp.*, (Delaware Chancery Court), 2005 WL 1039027 (29-abr.-2005), disponível em [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com);

-*Hexion Specialty Chems., Inc. v. Huntsman Corp.*, (Delaware Chancery Court), 965 A.2d 715, 739 (29-set.-2008), disponível em [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com);

-*IBP, Inc. vs. Tyson Foods, Inc.*, (Delaware Chancery Court), 789, A.2d 14 (18-jun.-2001), disponível em [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com);

-*Thomas Witter Ltd v TBP Industries Ltd*, (Chancery Division), 2 All E.R. 573 (1996), disponível em [www.westlawuk.com](http://www.westlawuk.com).