

LIGA DE ENSINO DO RIO GRANDE DO NORTE
CENTRO UNIVERSITÁRIO DO RIO GRANDE DO NORTE – UNI-RN
CURSO DE DIREITO

ARTHUR COSTA ARAÚJO

DO CONTRATO DE *ESCROW* NAS OPERAÇÕES DE *MERGERS & ACQUISITIONS*

NATAL - RN
2016

**LIGA DE ENSINO DO RIO GRANDE DO NORTE
CENTRO UNIVERSITÁRIO DO RIO GRANDE DO NORTE – UNI-RN
CURSO DE DIREITO**

ARTHUR COSTA ARAÚJO

DO CONTRATO DE *ESCROW* NAS OPERAÇÕES DE *MERGERS & ACQUISITIONS*

**NATAL - RN
2016**

ARTHUR COSTA ARAÚJO

DO CONTRATO DE *ESCROW* NAS OPERAÇÕES DE *MERGERS & ACQUISITIONS*

Monografia apresentada como requisito parcial para obtenção do título de **Bacharel em Direito** do Centro Universitário do Rio Grande do Norte – UNI-RN.

Orientador: Prof. MSc. José Evandro Lacerda Zaranza Filho.

**NATAL - RN
2016**

ARTHUR COSTA ARAÚJO

DO CONTRATO DE *ESCROW* NAS OPERAÇÕES DE *MERGERS & ACQUISITIONS*

Monografia apresentada como requisito necessário para a obtenção do título de Bacharel em Direito do Centro Universitário do Rio Grande do Norte – UNI-RN

Monografia aprovada em ____/____/____

Arthur Costa Araújo

Prof. MSc. José Evandro Lacerda Zaranza Filho
Orientador

Prof. Inserir o nome
Examinador (a) Titular

Prof. Inserir o nome
Examinador (a) Titular

Prof. Inserir o nome
Examinador (a) Suplente

Ao meu avô (*in memoriam*) aquele que sempre me deu incondicional apoio e incentivo. À minha avó, que confiou nas minhas pretensões. Aos meus pais por batalharem ao meu lado nessa conquista.

AGRADECIMENTOS

Cinco anos de esforço constante são agora recompensados através deste trabalho, ao qual dediquei-me de todo coração. É um sonho que se torna realidade, e uma responsabilidade que recai sobre os ombros de quem aspirou, desde cedo, fazer a justiça pelas palavras de advogado.

Em primeiro lugar, agradeço ao Centro Universitário do Rio Grande do Norte, casa acolhedora, que de braços abertos e ambiente fraternal, proporcionou o meu desenvolvimento acadêmico e profissional. A vivência foi demasiadamente prazerosa e devo um grande agradecimento a todos que desta instituição fazem parte.

O meu muito obrigado aos Professores que marcaram a minha estrada, em especial aos Professores Evandro Zaranza, Matusalém Dantas, Marcelo Barros, Geraldo Ismar, Sandresson Menezes, Ana Eleonora, Paulo Renato, Assis Maia, Luiz Eduardo, João Batista, Anderson Araújo e Anderson Brito

Aos meus amigos de coração, por ajudarem e incentivarem, reciprocamente, uns aos outros durante nossa trajetória, em especial, aos amigos Sérgio Rebouças, Tibério Madruga, Eduardo Calich, Luis Octávio, Pedro Tinoco, Hede Gaspar e Leocádio Neto.

A todos, o meu mais profundo agradecimento.

*Quem, de três milênios, não é capaz de se dar
conta, vive na ignorância, na sombra, à mercê
dos dias, do tempo.*

Johann Wolfgang von Goethe

RESUMO

O presente trabalho busca analisar a figura contratual denominada contrato de *escrow* dada a sua utilização cada vez mais frequente no cenário jurídico voltado à formalização de contratos de investimento e aquisição de elevado montante de recursos financeiros. Analisam-se os elementos essenciais do contrato de *escrow* e busca-se demonstrar a sua aplicabilidade nas operações de fusão e aquisição de companhias, desenvolvendo considerações acerca dessa figura contratual, permitindo inseri-la no direito brasileiro e definindo a sua natureza jurídica. Utiliza-se metodologia que associa uma análise e revisão bibliográfica e documental, tais como leitura indutiva de bibliografia estrangeira e nacional especializada, bem como fontes legislativas e jurisprudenciais tanto brasileiras como estadunidenses, para expor, em um primeiro momento, os aspectos pertinentes às operações de fusão e aquisição de empresas. Analisar-se-á a importância do procedimento denominado de *due diligence* no contexto das operações societárias, como modo de identificar possíveis inconvenientes à formalização do negócio, permitindo certo equilíbrio da relação contratual. Conclui-se apontando a importância jurídica do contrato *escrow* e sua função nas operações de fusão e aquisição, desde a sua gênese, perpassando por seu desenvolvimento, definindo a sua natureza jurídica e apresentando sua funcionalidade como instrumento assecuratório e indenizatório, modelo possível e capaz de tornar o ambiente das fusões e aquisições seguro do ponto de vista jurídico habilitando a concretização de negócios de reorganização societária.

Palavras-chave: Direito societário. Fusões e aquisições. *Mergers & acquisitions*. Contrato *escrow*.

ABSTRACT

THE ESCROW AGREEMENT IN MERGERS & ACQUISITIONS

The present work aims to analyze the contractual figure called escrow agreement given its use even more frequent in the legal scenario aimed at formalizing investment contracts and acquisition of a large amount of financial resources. Analyze the essential elements of the escrow agreement and aims to demonstrate its applicability in mergers and acquisitions of companies, developing considerations about this contractual figure providing its insertion in Brazilian Law and defining its legal nature. Uses a methodology that associates an analysis and bibliographic review and documental, such as inductive reading of foreign and national specialized bibliography, as well as legislative and jurisprudential sources, both Brazilian and American, to expose, at first, the relevant aspects of mergers and acquisitions. Analyze the importance of a procedure called due diligence in the context of corporate operations, as a way to identify possible drawbacks to the formalization of the business, allowing certain balance of the contractual relationship. It is concluded by pointing the legal importance of the escrow agreement and its function in mergers and acquisitions, since its genesis, through its development, defining its legal nature and presenting its features as an instrument of warrant and indemnification, a model capable of making a safe ambient for mergers and acquisitions from a legal point of view, enabling the concretization of corporate reorganization business.

Keywords: Corporate Law. Mergers and acquisitions. Escrow agreement.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
2 AS OPERAÇÕES DE <i>MERGERS & ACQUISITIONS</i>	10
2.1 BREVES CONSIDERAÇÕES INICIAIS	11
2.2 CONCEITO E PROCEDIMENTO DAS OPERAÇÕES DE M&A	13
3 <i>DUE DILIGENCE</i> NAS OPERAÇÕES DE M&A	23
4 DO CONTRATO DE <i>ESCROW</i>	27
4.1 GÊNESE E CONCEITO DO CONTRATO DE <i>ESCROW</i>	27
4.2 ELEMENTOS ESSENCIAIS	29
4.3 O PROBLEMA DA NATUREZA JURÍDICA DO CONTRATO DE <i>ESCROW</i> ...	35
4.4 O CONTRATO DE <i>ESCROW</i> COMO NEGÓCIO FIDUCIÁRIO	44
5 DO CONTRATO DE <i>ESCROW</i> NAS OPERAÇÕES DE FUSÕES & AQUISIÇÕES DE EMPRESAS	48
5.1 O CONTEXTO DAS DECLARAÇÕES E GARANTIAS (<i>REPRESENTATIONS AND WARRANTIES</i>)	49
5.2 O CONTRATO DE <i>ESCROW</i> COMO INSTRUMENTO DE GARANTIA DAS OPERAÇÕES DE <i>MERGERS & ACQUISITIONS</i>	51
6 CONCLUSÃO	60
7 REFERÊNCIAS	63

1 INTRODUÇÃO

O objeto do presente estudo é, precisamente, a análise do contrato de *escrow* inserido e funcionalizado no contexto das operações de fusão e aquisição de empresas, considerando a ausência de disciplina legal dessa figura contratual e a sua importância para a concretização de reorganizações societárias.

A especificidade na escolha do tema justifica-se pela ausência de literatura jurídica suficiente e de disciplina normativa acerca do contrato de *escrow* nas operações de fusão e aquisição de empresas, de modo que se torna imprescindível discorrer e aprofundar-se no estudo desse instituto, fundamental para o sucesso da maior parte das reorganizações societárias. Considerou-se, ainda, a importância de investigar o desconhecido contrato de *escrow* e suas respectivas funções e características essenciais, possibilitando um entendimento acerca do seu conteúdo fundamental e permitindo inseri-lo no ordenamento jurídico brasileiro sempre instrumentalizado para o universo das operações de fusão e aquisição de empresas.

A problemática é, pois, a investigação acerca da função do contrato de *escrow* nas operações societárias, buscando introduzi-lo no direito brasileiro preservando sua essencialidade.

O estudo parte do método indutivo, observando a gênese do contrato de *escrow* e a sua utilização, em um primeiro momento, no mercado imobiliário, visto que tal figura foi originalmente arquitetada para esses casos para, posteriormente, analisar e elaborar uma hipótese explicativa da sua instrumentalidade no mercado de reorganizações societárias, particularmente, nas fusões e aquisições de empresas.

Serão analisados, como fontes de pesquisa, estudos pontuais acerca do tema, sobretudo a doutrina estrangeira, em razão da escassa produção científica nacional sobre a problemática em tela, além de utilizar-se da legislação e doutrina brasileira, bem como da jurisprudência estadunidense e brasileira.

Inicialmente serão traçadas linhas gerais sobre as operações de *mergers & acquisitions* no Brasil, utilizando-se de doutrina especializada, seus principais aspectos, seu conceito e o procedimento pertinente à concretização dessas operações, cujas regras encontram-se determinadas em diploma legislativo específico: a Lei das Sociedades por Ações.

Em seguida, é realizado um estudo aprofundado do instituto da *due diligence* a partir da análise histórica da legislação norte-americana, desde o seu surgimento, perpassando pela classificação conceitual e inserção no direito brasileiro. Ato contínuo, destaca-se a utilização do procedimento de *due diligence* no contexto das operações societárias, como instituto de frequente e importante utilização para o sucesso das fusões e aquisições de empresas, devido à função precípua desse procedimento.

Superadas essas questões e acreditando que o leitor está encaminhado na linha de raciocínio estabelecida, realizar-se-á profundo e prolongado estudo sobre o contrato de *escrow*. Em um primeiro momento, essa figura contratual será conceituada a partir da perquirição de sua gênese, abordando, logo após, os elementos essenciais que fazem parte do contrato de *escrow* e sem os quais perderá sua natureza. O estudo avança na detalhada análise da natureza jurídica do contrato de *escrow*, confrontando suas características essenciais com diversos institutos já consolidados no ordenamento jurídico brasileiro, em incansável busca para inserir o *escrow agreement* no direito brasileiro de forma adequada, sem afetar a sua essência de modo a preservá-lo em sua integralidade.

Demonstrar-se-á, em sequência, de que forma o contrato de *escrow* pode ser instrumentalizado no universo das operações de reorganização societária, funcionando como importante avença de garantia e indenização de eventuais contingências identificadas durante a *due diligence*, de modo a tornar o ambiente negocial mais confortável e imprimindo segurança jurídica às fusões e aquisições de empresas.

À guisa de conclusão, verificar-se-á que o contrato de *escrow* é instituto capaz de assegurar às partes o sucesso de uma operação societária, minimizando os riscos inerentes às reorganizações empresariais e garantindo aos contratantes determinada manutenção do equilíbrio do negócio, seja pela via indenizatória ou adequando o negócio à realidade da empresa-alvo, sempre observando o disposto no contrato de *escrow*.

2 AS OPERAÇÕES DE *MERGERS & ACQUISITIONS*

2.1 BREVES CONSIDERAÇÕES INICIAIS

As operações de *mergers & acquisitions* – M&A englobam uma série de negócios societários tais como, incorporações, fusões, cisões, aquisição de participações societárias, dentre outros, embora todas essas operações se insiram na compreensão de reorganização societária.

É necessário, portanto, compreender o termo *mergers & acquisitions* como o conjunto de operações de reorganização societária direcionadas ao crescimento inorgânico ou compartilhado da companhia com vistas a implementação da estratégia corporativa elaborada pela empresa.

Adotar-se-á um conceito restrito de *mergers & acquisitions* para os fins do presente trabalho, de modo que o leitor estará autorizado a analisar a expressão somente relacionando-a as operações de incorporação e fusão.

Historicamente, as operações de M&A se intensificam e se desenvolvem no final do século XIX e início do século XX, predominantemente nos Estados Unidos da América e no Reino Unido, sendo esse crescimento diretamente relacionado com o amadurecimento dos mercados financeiro e de capitais desses países.

Segundo Arthur Ridolfo Neto (2014, p. 21-22):

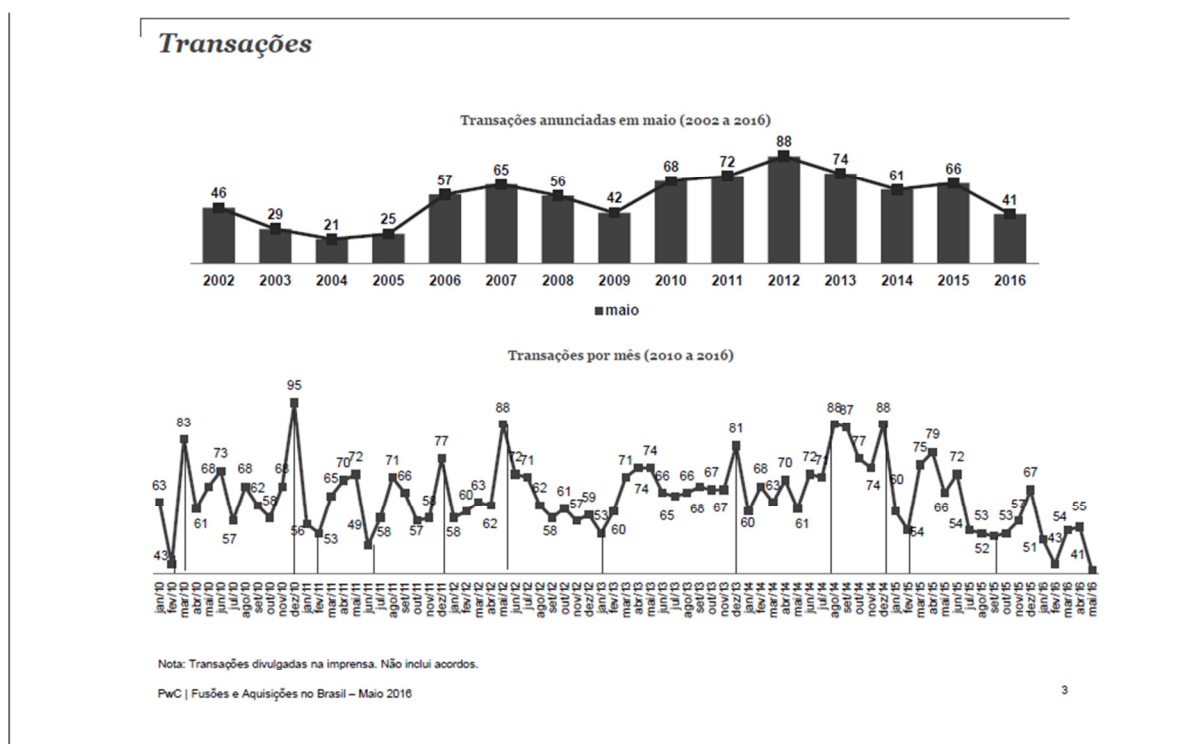
Podemos encontrar registros de um grande movimento de fusões nos Estados Unidos no final do século XIX e início do século XX. Durante esse período, pequenas empresas com participações reduzidas de mercado realizaram operações de concentração com empresas semelhantes, formando instituições grandes e poderosas que dominaram seus mercados.

O mercado brasileiro, outrora incipiente, cresceu e tornou-se interessante ambiente para a realização de operações de M&A, fator diretamente ligado à abertura da economia, à estabilização econômica e a onda de privatizações no Brasil (década de 90), associadas ao processo de globalização e alta competitividade mundial, que permitiram às empresas estrangeiras investirem seu capital em aquisições de empresas brasileiras.

Wood Jr., Vasconcelos e Caldas (2004, p. 42) apontam:

No Brasil, como em muitas outras economias emergentes, o crescimento do número de fusões e aquisições acompanhou o processo de liberalização econômica. Esse fator favoreceu os processos de F&A de três diferentes modos: primeiro, a desregulamentação dos mercados locais, associada às tendências internacionais em direção à globalização, permitiu que as empresas estrangeiras adquirissem empresas brasileiras; segundo, programas de privatização criaram oportunidades para que muitas empresas estrangeiras e brasileiras adquirissem grandes operações nos setores de energia, de telecomunicações e bancário; e terceiro, a elevada competição internacional, associada à acelerada mudança tecnológica, obrigou empresas domésticas a se fundirem ou a adquirirem umas às outras

Em recente relatório, a *PricewaterhouseCoopers* – PwC ilustrou o movimento das fusões e aquisições no Brasil, merecendo destaque a significativa queda no número de transações realizadas relativamente aos meses e anos anteriores, apresentando o mês de maio de 2016 como o que registrou o menor número de transações desde fevereiro de 2010:



Fonte: www.pwc.com.br (2016)

Apesar disso, em fevereiro de 2016, as operações de fusão e aquisição de empresas movimentaram R\$ 15,4 bilhões, um aumento de 473% em relação a

fevereiro de 2015, embora a quantidade de transações tenha apresentado uma queda de 41%, comparativamente.

Sobreleva destacar, nesse contexto, que inúmeros são os fatores que contribuem para o sucesso ou o fracasso de uma operação de F&A, porquanto há interdisciplinaridade nessas transações, exigindo a participação de diversos profissionais de diversas áreas de atuação.

Entretanto, é certo que existem ferramentas destinadas a minimizar o risco das operações de fusão e aquisição, inclusive como meio de estimular o mercado e garantir segurança jurídica aos agentes investidores.

É essencial, portanto, compreender o conceito, os procedimentos e as características das operações de M&A.

2.2 CONCEITO E PROCEDIMENTO DAS OPERAÇÕES DE M&A

Juridicamente, as operações de M&A identificam-se como processos de sucessão empresarial, donde uma empresa há de transferir à outra pessoa jurídica o seu patrimônio (direitos e deveres, créditos e débitos, ativos e passivos), devendo esta (a sucessora) utilizá-lo em proveito de atividade econômica.

O aspecto sucessório das operações de M&A é destacado, de forma uníssona, pela doutrina especializada. Luís André Negrelli de Moura Azevedo (2011, p. 283-284) destaca que, tanto na fusão como na incorporação, a sociedade que se forma ou a que adquire outras, respectivamente, sucede as fundidas ou as incorporadas em todos os direitos e obrigações.

No mesmo sentido, Ian Muniz (2015, p. 83) pontua:

A fusão, a incorporação e a cisão constituem, antes de tudo, um processo de sucessão, ou seja, uma operação em que uma pessoa jurídica transfere para outra um conjunto de direitos e obrigações, ou de ativos e passivos, ou, ainda, um grupo de haveres e deveres, de forma tal que, sem que haja solução de continuidade a outra pessoa jurídica (sucessora) absorve o acervo líquido que lhe foi transferido e o utiliza para o exercício de uma atividade empresarial.

O viés jurídico (e o consequente aspecto sucessório), evidentemente, foi absorvido pela legislação pertinente ao universo das operações de M&A, de maneira que a Lei das S.A. (Lei n. 6.404/1976), nos seus artigos 227 e 228 (BRASIL, 1976), conceitua a incorporação e a fusão nos seguintes dizeres:

Art. 227. A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações.

Art. 228. A fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações.

Ocorre sucessão, pois, na relação jurídica de incorporação ou fusão, somente altera-se o polo subjetivo, permanecendo o polo objetivo. Em outras palavras, alteram-se as pessoas jurídicas (em decorrência da operação societária), mas o patrimônio (direitos e obrigações) da sucedida permanece absorvido pela sociedade sucessora sem que haja alteração no polo objetivo da relação jurídica.

A diferença primordial entre a operação de incorporação e a de fusão extrai-se da leitura, ainda que superficial, dos arts. 227 e 228 da Lei das S.A (BRASIL, 1976).

Por incorporação entende-se a operação societária através da qual uma sociedade absorve uma ou mais sociedades, sucedendo-as em todos os direitos e obrigações (art. 227 da Lei das S.A.) (BRASIL, 1976).

De outro modo, na fusão não há absorção de uma sociedade por outra. Em verdade, duas ou mais sociedade se unem para formar uma nova sociedade, que as sucederá em todos os direitos e obrigações (art. 228 da Lei das S.A.) (BRASIL, 1976).

Percebe-se, portanto, que na incorporação há de subsistir uma sociedade pois a absorvida é extinta, enquanto na fusão há extinção das sociedades participantes da operação societária para a formação de uma nova pessoa jurídica. Comumente, o patrimônio envolvido na reorganização societária restará pertencente ao resultado da fusão ou incorporação, isto é, à nova sociedade ou à incorporadora, respectivamente.

Ian Muniz (2015, p. 84-85) atenta para este ponto:

Verifica-se, portanto, que diferentemente do que ocorre na fusão, em que há extinção de todas as pessoas jurídicas participantes do processo, bem como a criação de nova pessoa jurídica que sucede às demais, no caso da incorporação, uma pessoa jurídica absorve o patrimônio de uma ou mais pessoas jurídicas, que se extinguirão no processo. Assim, sobreviverá uma única pessoa jurídica, cujo patrimônio corresponderá ao somatório dos patrimônios líquidos de todas as pessoas jurídicas absorvidas no processo de incorporação.

Ambas as operações societárias em comento seguem um procedimento formal que deverá ser cumprido para a validade e eficácia da incorporação ou fusão.

Assim, o regime jurídico comum aplicável às operações de M&A demanda a elaboração do Protocolo, documento indispensável ao processo de incorporação ou fusão, que conterá todas as condições do negócio, devendo ser firmado por quem tem condições de representação da sociedade perante terceiros.

A elaboração do Protocolo é o ponto de partida do processo de incorporação e fusão de sociedades. De acordo com o art. 224 da Lei das S.A. (BRASIL, 1976) o Protocolo, obrigatoriamente, deverá conter alguns itens indispensáveis, quais sejam:

Art. 224. As condições da incorporação, fusão ou cisão com incorporação em sociedade existente constarão de protocolo firmado pelos órgãos de administração ou sócios das sociedades interessadas, que incluirá:

I - o número, espécie e classe das ações que serão atribuídas em substituição dos direitos de sócios que se extinguirão e os critérios utilizados para determinar as relações de substituição;

II - os elementos ativos e passivos que formarão cada parcela do patrimônio, no caso de cisão;

III - os critérios de avaliação do patrimônio líquido, a data a que será referida a avaliação, e o tratamento das variações patrimoniais posteriores;

IV - a solução a ser adotada quanto às ações ou quotas do capital de uma das sociedades possuídas por outra;

V - o valor do capital das sociedades a serem criadas ou do aumento ou redução do capital das sociedades que forem parte na operação;

VI - o projeto ou projetos de estatuto, ou de alterações estatutárias, que deverão ser aprovados para efetivar a operação;

VII - todas as demais condições a que estiver sujeita a operação.

Após a elaboração do Protocolo, este documento será submetido ao processo de deliberação em assembleia geral para decisão do capital votante, nos termos do art. 136 da Lei das S.A. (BRASIL, 1976), que para aprovação exige *quorum* equivalente à metade das ações com direito a voto, ressalvada a possibilidade de *quorum* maior estabelecido pelo estatuto da companhia, embora essa ressalva somente se aplique às companhias fechadas.

Merece destaque a atenta observação apontada por Sérgio Botrel (2016, p. 86):

Sobre o *quorum* de deliberação merece destaque, ainda, o fato de que o art. 136, IV, da LSA exige o *quorum* qualificado (metade do capital social votante) para deliberação sobre fusão da companhia, ou sua incorporação *em* outra. A interpretação literal desse dispositivo legal conduz à conclusão de que não está abrangida a hipótese normativa a incorporação de outra sociedade, de modo que o *quorum* de deliberação da assembleia geral da incorporadora é aquele ordinário, previsto no art. 129 da LSA (maioria absoluta), e não aquele qualificado, prescrito pelo art. 136.

Dessa forma, nos casos de incorporação, a assembleia geral realizada na incorporadora para a aprovação do Protocolo não se submete ao *quorum* exigido pelo art. 136 da Lei das S.A. (BRASIL, 1976), mas àquele enunciado no art. 129 (BRASIL, 1976) do mesmo diploma legal, embora tal raciocínio não se aplique à incorporada, que deverá observância ao *quorum* do art. 136 (BRASIL, 1976).

Também é indispensável a elaboração da Justificação, documento responsável por consubstanciar os motivos pelos quais as sociedades iniciaram as negociações acerca de uma operação societária, o qual deverá ser submetido ao conhecimento e à apreciação dos sócios ou acionistas para que estes compreendam as razões do negócio.

O art. 225 da Lei da S.A. (BRASIL, 1976) preceitua que a Justificação deverá conter: i) os motivos ou fins da operação, e o interesse da companhia na sua realização; ii) as ações que os acionistas preferenciais receberão e as razões para a modificação dos seus direitos, se prevista; iii) a composição, após a operação, segundo espécies e classes de ações, do capital das companhias que deverão emitir ações em substituição às que deverão se extinguir; iv) o valor de reembolso das ações a que terão direito os acionistas dissidentes.

Relativamente à aprovação da Justificação aplicam-se as considerações acima tecidas acerca do processo deliberativo de aprovação do Protocolo, mesmo porque as deliberações sobre tais documentos ocorrem em um mesmo momento, na mesma assembleia geral.

Em síntese, as particularidades do Protocolo e da Justificação podem ser reunidas da seguinte forma (MUNIZ, 2015, p.161):

Assim, ao passo que o protocolo constitui um documento de natureza mais técnica, que visa a detalhar com maior riqueza de informações a operação de reorganização, a justificação é uma espécie de exposição de motivos a ser apresentada pelos órgãos de administração aos sócios ou acionistas, mas que, obrigatoriamente, deve conter ao menos os itens acima descritos (art. 225 da Lei das S.A.).

O Protocolo e a Justificação deverão ser apresentados aos sócios ou acionistas na sede das companhias envolvidas na reorganização, desde a publicação do edital de convocação para a assembleia geral extraordinária que deliberará sobre a operação societária (art. 135, § 3º da Lei das S.A.) (BRASIL, 1976).

Sérgio Botrel (2016, p. 100) faz interessante observação ao expor que, na prática societária, é comum que as assembleias gerais extraordinárias sirvam como mera formalidade legal necessária à concretização de negócios previamente estabelecidos pelos controladores das sociedades em acordos de base (acordos de reorganização societária). Segundo o autor:

Os referidos negócios jurídicos atípicos (CC, art. 425) consignam obrigações de fazer impostas não à sociedade, mas aos seus signatários, normalmente controladores das sociedades envolvidas na operação (fusão, incorporação ou cisão). Basicamente, os controladores contratantes assumem a obrigação de praticar, ou fazer com que sejam praticados, todos os atos necessários à consumação da fusão, incorporação ou cisão, i.e., deverão fazer com que os diretores das sociedades objeto do negócio firmem o protocolo e a justificação, e submetam a aprovação da operação e suas bases às assembleias gerais das sociedades envolvidas, cabendo aos signatários do *acordo de base*, na qualidade de controladores, aprovar a fusão, incorporação ou cisão na forma contratada.

Inobstante isso, os acordos de base devem conter o Protocolo, a Justificação e os atos constitutivos, sob pena de não serem instrumentos idôneos à realização da reorganização societária pretendida.

Usualmente, uma operação de incorporação de sociedades inicia-se com a elaboração do *memorandum of understanding* (*term sheet*, *letter of understanding*, *letter of intent*, *heads of agreement*, *lettre d'intention* ou acordo preliminar), o qual poderá ou não ser vinculante para as partes, contendo as bases do negócio, os objetivos e as suas características.

Os administradores das sociedades, então, estabelecidas as diretrizes do negócio através da celebração do acordo preliminar, passam a elaborar o Protocolo e a Justificação, procedendo, em sequência, à convocação da assembleia-geral, nos termos da legislação societária (BRASIL, 1976):

Art. 123. Compete ao conselho de administração, se houver, ou aos diretores, observado o disposto no estatuto, convocar a assembleia-geral.

Art. 124. A convocação far-se-á mediante anúncio publicado por 3 (três) vezes, no mínimo, contendo, além do local, data e hora da assembleia, a ordem do dia, e, no caso de reforma do estatuto, a indicação da matéria.

§ 1º A primeira convocação da assembleia-geral deverá ser feita:

I - na companhia fechada, com 8 (oito) dias de antecedência, no mínimo, contado o prazo da publicação do primeiro anúncio; não se realizando a assembleia, será publicado novo anúncio, de segunda convocação, com antecedência mínima de 5 (cinco) dias;

II - na companhia aberta, o prazo de antecedência da primeira convocação será de 15 (quinze) dias e o da segunda convocação de 8 (oito) dias.

§ 2º Salvo motivo de força maior, a assembleia-geral realizar-se-á no edifício onde a companhia tiver a sede; quando houver de efetuar-se em outro, os anúncios indicarão, com clareza, o lugar da reunião, que em nenhum caso poderá realizar-se fora da localidade da sede.

§ 3º Nas companhias fechadas, o acionista que representar 5% (cinco por cento), ou mais, do capital social, será convocado por telegrama ou carta registrada, expedidos com a antecedência prevista no § 1º, desde que o tenha solicitado, por escrito, à companhia, com a indicação do endereço completo e do prazo de vigência do pedido, não superior a 2 (dois) exercícios sociais, e renovável; essa convocação não dispensa a publicação do aviso previsto no § 1º, e sua inobservância dará ao acionista direito de

haver, dos administradores da companhia, indenização pelos prejuízos sofridos.

§ 4º Independentemente das formalidades previstas neste artigo, será considerada regular a assembléia-geral a que comparecerem todos os acionistas.

§ 5º A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, mediante decisão fundamentada de seu Colegiado, a pedido de qualquer acionista, e ouvida a companhia:

I - aumentar, para até 30 (trinta) dias, a contar da data em que os documentos relativos às matérias a serem deliberadas forem colocados à disposição dos acionistas, o prazo de antecedência de publicação do primeiro anúncio de convocação da assembléia-geral de companhia aberta, quando esta tiver por objeto operações que, por sua complexidade, exijam maior prazo para que possam ser conhecidas e analisadas pelos acionistas;

II - interromper, por até 15 (quinze) dias, o curso do prazo de antecedência da convocação de assembléia-geral extraordinária de companhia aberta, a fim de conhecer e analisar as propostas a serem submetidas à assembléia e, se for o caso, informar à companhia, até o término da interrupção, as razões pelas quais entende que a deliberação proposta à assembléia viola dispositivos legais ou regulamentares.

§ 6º As companhias abertas com ações admitidas à negociação em bolsa de valores deverão remeter, na data da publicação do anúncio de convocação da assembléia, à bolsa de valores em que suas ações forem mais negociadas, os documentos postos à disposição dos acionistas para deliberação na assembléia-geral.

Relativamente à sociedade incorporadora, deverão ser realizadas duas assembleias gerais, sendo a primeira delas para aprovar o Protocolo e a Justificação, autorizar o aumento de capital a ser subscrito pela sociedade incorporada e nomear os peritos responsáveis pela avaliação do patrimônio dessa.

A sociedade incorporada somente necessitará apenas de uma assembleia geral extraordinária, destinada a aprovar o Protocolo e a Justificação e a autorizar os seus administradores a efetivarem os atos necessários à concretização do negócio, sobretudo a subscrição do aumento do capital na sociedade incorporadora.

Feita a avaliação do patrimônio líquido da sociedade incorporada, é convocada a segunda assembleia geral extraordinária da sociedade incorporadora, cujo objetivo é aprovar o laudo de avaliação do patrimônio líquido da incorporada elaborado pelos peritos e autorizar os seus administradores a procederem com a

prática dos atos necessários à realização do negócio, concluindo-o quando da aprovação definitiva.

Luís André Negrelli de Moura Azevedo (2011, p. 293) faz interessante observação relativamente à realização das assembleias gerais extraordinárias:

Entretanto, deve ser salientado que na prática negocial usualmente adota-se um procedimento simplificado, plenamente compatível com a Lei de S/A, mediante a realização de *uma única* assembleia geral extraordinária da *incorporadora*, na qual: (i) aprova-se o Protocolo e a Justificação; (ii) homologa-se a indicação dos avaliadores feita previamente pelos administradores; (iii) aprovam-se o(s) laudo(s) de avaliação já elaborado(s); (iv) autoriza-se o aumento de capital da incorporadora; e (v) aprova-se a operação. Evidentemente que referido procedimento simplificado limita-se às assembleias gerais da incorporadora, não afastando a necessidade de realização de pelo menos uma assembleia geral da incorporada.

Tal ressalva também é apontada por José Edwaldo Tavares Borba (2015, p. 479) para quem a realização de apenas uma assembleia geral da incorporadora somente é possível quando há a prévia indicação dos peritos e estes já houverem elaborado o laudo de avaliação quando da realização da assembleia.

Concretizada a operação de incorporação, os acionistas da sociedade incorporada recebem ações da sociedade incorporadora em troca daquelas que se extinguíram, de modo proporcional.

Interessante questão, todavia, surge em situações nas quais a incorporadora detém ações da incorporada, e quando esta é possuidora de ações daquela.

No primeiro caso, as ações da incorporada pertencentes à incorporadora convertem-se em ações de tesouraria até o limite dos lucros acumulados ou reservas livres, ou serão extintas sem qualquer contrapartida. Essa é a solução adotada pelo art. 226, § 1º da Lei das S.A. (BRASIL, 1976), segundo o qual:

Art. 226. As operações de incorporação, fusão e cisão somente poderão ser efetivadas nas condições aprovadas se os peritos nomeados determinarem que o valor do patrimônio ou patrimônios líquidos a serem vertidos para a formação de capital social é, ao menos, igual ao montante do capital a realizar.

§ 1º As ações ou quotas do capital da sociedade a ser incorporada que forem de propriedade da companhia incorporadora poderão, conforme dispuser o protocolo de incorporação, ser extintas, ou substituídas por ações em tesouraria da incorporadora, até o limite dos lucros acumulados e reservas, exceto a legal.

A consequência da solução apontada pelo dispositivo legal supracitado, segundo José Edwaldo Tavares Borba (2015, p. 480), é que “*no patrimônio da incorporadora, onde anteriormente figuravam as ações da incorporada, passa a figurar parcela do patrimônio da incorporada correspondente às ações extintas*”.

Outra é a solução a ser adotada quando a incorporada possui ações da incorporadora, devendo ser seguida a norma contida no art. 244, § 5º da Lei das S.A. (BRASIL, 1976), de modo que essas ações devem ser eliminadas no prazo de um ano, seja pela venda ou pela extinção sem redução de capital:

Art. 244. É vedada a participação recíproca entre a companhia e suas coligadas ou controladas.

§ 5º A participação recíproca, quando ocorrer em virtude de incorporação, fusão ou cisão, ou da aquisição, pela companhia, do controle de sociedade, deverá ser mencionada nos relatórios e demonstrações financeiras de ambas as sociedades, e será eliminada no prazo máximo de 1 (um) ano; no caso de coligadas, salvo acordo em contrário, deverão ser alienadas as ações ou quotas de aquisição mais recente ou, se da mesma data, que representem menor porcentagem do capital social.

Isso ocorre porque, nestes casos, a incorporadora estará adquirindo ações de seu próprio capital, em verdadeiro excesso de autoparticipação, devendo ser obedecida a regra do art. 244, § 5º da Lei das S.A. (BRASIL, 1976), sob pena de responsabilização solidária dos administradores da sociedade, equiparando-se, para efeitos penais, à compra ilegal das próprias ações (art. 244, § 6º da Lei das S.A.) (BRASIL, 1976).

Conquanto possua alguns pontos em comum com a incorporação de sociedades (principalmente no que diz respeito à elaboração de um acordo preliminar, do Protocolo e da Justificação), a operação de fusão apresenta distinções em relação ao seu procedimento e concretização.

Assim como na incorporação, a fusão comumente inicia-se com a elaboração do acordo preliminar e conseguinte feitura do Protocolo e Justificação, estes que estarão sujeitos à aprovação em assembleia geral extraordinária a ser realizada nas sociedades envolvidas no negócio. No mesmo momento, serão nomeados os peritos responsáveis pela avaliação do patrimônio das sociedades, se aprovados o Protocolo e a Justificação.

Em seguida, será convocada nova assembleia geral da qual participam, em conjunto, todos os acionistas das sociedades envolvidas. Nessa oportunidade, os peritos apresentarão os respectivos laudos de avaliação e estes serão objeto de votação dos acionistas, muito embora esses não possam votar sobre o laudo da sociedade que fazem parte, nos termos do art. 228, § 2º da Lei das S.A. (BRASIL, 1976).

Após a aprovação dos laudos, haverá a deliberação sobre a aprovação da fusão, pois, como bem observa Sérgio Botrel (2016, p. 119), a aprovação dos laudos não corresponde à aprovação da operação societária.

Destaca-se que a deliberação sobre a aprovação da operação de fusão ocorrerá individualmente para cada sociedade envolvida, não havendo participação dos acionistas de uma sociedade nas deliberações da outra (BOTREL, 2016, p. 119).

Aprovada a operação, será constituída a nova sociedade cujo capital será formado pelo somatório dos patrimônios líquidos das sociedades envolvidas, sendo as ações representativas deste capital distribuídas proporcionalmente aos sócios das sociedades extintas com a fusão.

Por oportuno, registre-se que as operações de fusão, por criarem nova sociedade, apresentam uma série de inconvenientes que costumam desmotivar a realização dessa espécie de reestruturação societária.

É que a constituição de nova sociedade (como ocorre na fusão) implica a prática de diversos atos burocráticos que implicam tempo e custo, como por exemplo, inscrição em órgãos governamentais, unificação de registros e elaboração de novos documentos.

Demais disso, destaca Sérgio Botrel (2016, p. 121):

Outro fator que pode influenciar na rejeição da fusão como modelo jurídico para unificação de operações de duas ou mais sociedades é a dificuldade de desfazimento do negócio, i.e., caso as sinergias esperadas não venham a se concretizar, ou caso os sócios da nova estrutura societária venham a se desentender, a restituição do *status quo ante* pode ser extremamente traumática e dispendiosa para as partes.

Por essas razões, são registradas poucas operações de fusão no mercado brasileiro, somando-se o fato de que é possível alcançar o mesmo objetivo e

resultado obtidos com a fusão valendo-se de outro modelo jurídico de reestruturação societária, mais simples, menos burocrático e menos dispendioso, qual seja, a incorporação de sociedades.

3 DUE DILIGENCE NAS OPERAÇÕES DE M&A

O embrião da *due diligence* confunde-se com o exercício de diligências inerentes à própria atividade mercantil, quando os primeiros comerciantes adotavam medidas de cuidado orientadas no sentido de obter informações sobre com quem se contrata, o que se contrata e quais os riscos decorrentes dessa contratação.

Contudo, os principais traços definitivos das suas características foram desenhados pelos Estados Unidos da América, em época de crise econômica, quando da edição do *Securities Exchange Act*, lei promulgada em 1934. Em decorrência do crescimento do mercado de capitais e da necessidade de se garantir segurança nas transações nele ocorridas, sobretudo conferindo proteção aos interesses dos investidores, foi editado o referido diploma legal. Assim dispõe a *Section 2* do *Securities Exchange Act* (ESTADOS UNIDOS, 1934):

SEC. 2. For the reasons hereinafter enumerated, transactions in securities as commonly conducted upon securities exchanges and over-the-counter markets are effected with a national public interest which makes it necessary to provide for regulation and control of such transactions and of practices and matters related thereto, including transactions by officers, directors, and principal security holders, to require appropriate reports, to remove impediments to and perfect the mechanisms of a national market system for securities and a national system for the clearance and settlement of securities transactions and the safeguarding of securities and funds related thereto, and to impose requirements necessary to make such regulation and control reasonably complete and effective, in order to protect interstate commerce, the national credit, the Federal taxing power, to protect and make more effective the national banking system and Federal Reserve System, and to insure the maintenance of fair and honest markets in such transactions:

O principal impacto do *Securities Exchange Act* foi a criação da *Securities and Exchange Commission* – SEC agência federal cuja atribuição fundamental era, e ainda é, a regulamentação do mercado de capitais garantindo que as companhias

cumpram a legislação. Além disso, o *Securities Exchange Act* consagrou a responsabilidade dos diretores e conselheiros de companhias emissoras de títulos pelas informações inexatas ou falsas emitidas no mercado.

Nesse contexto, de regulação e necessidade de garantir segurança às transações operadas no mercado de capitais, a *due diligence* surge como procedimento destinado a eximir de responsabilidade os diretores, conselheiros e demais envolvidos nas ofertas públicas de ações pelas informações prestadas ao mercado.

Os envolvidos na oferta de ações no mercado de capitais, se adotassem as diligências necessárias informando os eventuais investidores da real situação da empresa, estariam protegidos de qualquer responsabilização.

No mesmo sentido, Dinir Salvador Rios da Rocha (2012, p. 47) obtempera:

Servia então a *due diligence* não só como um meio de conhecer a outra parte com quem se contratava, mas também como meio de defesa perante terceiros – quando era aplicada ao mercado de capitais, por exemplo. Assim, após a publicação de um prospecto de oferta de ações, o emissor teria do relatório da auditoria como prova de que teria agido com cautela e diligência, informando-se e informando os investidores de todos os dados essenciais da empresa. Da mesma forma, a auditoria poderia servir para garantir defesas contra situações futuras que se mostrassem contrárias às declarações feitas pelo vendedor ao comprador em uma operação societária.

Em um segundo momento, os Estados Unidos da América editam o *Sarbanes-Oxley Act of 2002* fortalecendo o sistema de proteção ao investidor e a regulamentação do mercado de capitais norte-americano, prevendo a criação de um comitê (o *Public Company Accounting Oversight Board – PCAOB*) o qual estabelece uma série de normas de *compliance* com o objetivo de supervisionar as atividades das companhias públicas, de modo a evitar fraudes.

De acordo com a *Section 101* do *Sarbanes-Oxley Act* (ESTADOS UNIDOS, 2002) o objetivo do *PCAOB* é, precisamente o seguinte:

in order to protect the interests of investors and further the public interest in the preparation of informative, accurate, and independent audit reports for companies the securities of which are sold to, and held by and for, public investors.

As companhias, então, passaram a ter o dever de prestar informações periódicas sobre a sua própria situação, sob pena de responsabilização civil e criminal dos seus diretores, como bem destaca Dinir Salvador Rios da Rocha (2012, p. 48).

No Brasil, a *due diligence* ganhou contornos mais definidos e maior expressividade quando a Bolsa de Valores de São Paulo (BMF&Bovespa) desenvolveu o Novo Mercado. As companhias que participam desse segmento se comprometem a adotar boas práticas de ética e governança corporativa, de modo a garantir a segurança, precisão e veracidade das informações prestadas ao mercado, tornando o ambiente mais propício à realização de negócios e à construção de confiança. Dessa forma, os investidores são melhor protegidos.

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2014, p. 251-252) assim analisa a questão:

O alinhamento das companhias brasileiras aos princípios e boas práticas da governança corporativa conduziu a BM&FBOVESPA a desenvolver segmentos de listagem destinados à negociação de empresas que se comprometessem, voluntariamente, a adotar as boas práticas de governança corporativa e *disclosure* — adicionais em relação ao exigido pela legislação brasileira.

Essas regras, consolidadas sem um Regulamento de Listagem da Bolsa, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias e, ao determinar a resolução dos conflitos por meio da Câmara de Arbitragem do Mercado, em alguns casos obrigatória, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada em caso de litígio.

Este novo ambiente de gestão profissional faz com que o investidor veja os segmentos de listagem diferenciados como um criador de valor na empresa, influenciando positivamente os resultados que espera obter com seu investimento.

A evolução histórica da *due diligence*, observadas as circunstâncias que ensejaram a sua criação e aprimoramento, permite defini-la como o conjunto de medidas e procedimentos realizados no intuito de verificar com quem se contrata, o que se contrata e quais os riscos decorrentes dessa operação.

Em outras palavras, é verdadeira auditoria através da qual se analisa determinado negócio, identificando possíveis contingências e riscos a ele associados, permitindo a adoção de medidas preventivas, de modo a determinar o preço do negócio.

Sérgio Botrel (2016, p. 244) conceitua a *due diligence* como

Procedimento de auditoria que tem por principais objetivos, como se afirmou acima, obter a melhor compreensão possível do negócio a ser adquirido ou “combinado”; aumenta a possibilidade de uma escolha acertada; possibilitar ajustes no preço; realizar uma avaliação dos riscos da operação e do negócio; e reduzir a exposição do vendedor a eventuais reclamações do comprador, em caso de venda de ativos empresariais ou participações societárias.

Particularmente às operações de M&A, a *due diligence* tem como objetivos principais, conhecer a parte com que se negocia (sobretudo verificando se as informações por ela prestadas corresponde à realidade), avaliar as companhias que participam do negócio e se proteger de contingências eventuais, ou identificando-as de plano ou prevenindo-se delas.

Não há um momento pré-determinado para a realização da *due diligence* sendo recomendável, contudo, que seja realizada antes da conclusão do negócio, para que possam ser feitos os ajustes necessários que porventura surgirão quando da realização da auditoria. Ainda assim, vale a assertiva de Dinir Salvador Rios da Rocha (2012, p. 55) para quem é plenamente possível a realização da *due diligence* após a conclusão da transação, desde que seja viável alcançar o desiderato pretendido com a auditoria.

O procedimento inicia-se a partir do envio de *check-list* para a companhia que será auditada, contendo os documentos que deverão ser apresentados às equipes de auditoria. Normalmente, já houve a assinatura do acordo preliminar (*memorandum of understanding*) e também do acordo de confidencialidade (*non disclosure agreement*) pelo qual serão preservadas em sigilo as informações recebidas.

A escolha de *data room* é considerada importante por Sérgio Botrel (2016, p. 245) por apresentar vantagens que auxiliam na concretização do negócio:

A escolha de *data room*, para a realização da *due diligence*, fora dos estabelecimentos e escritórios das partes envolvidas, é medida que contribui para que os trabalhos de coleta de informações ocorram de maneira eficiente, em especial por preservar o sigilo da operação.

A companhia que recebeu o *check-list* enviará para a outra os documentos solicitados, os quais serão analisados pela equipe de auditoria.

A equipe, após a análise dos documentos e verificação dos pontos importantes que poderão impactar na operação de incorporação ou fusão, elaborará o relatório final cujo conteúdo reunirá as circunstâncias essenciais da auditoria.

Em seguida, o relatório final será apresentado aos administradores das companhias, conferindo, conforme percebem Fabiano Maury Rapp e Ricardo Muller Warken (2009, p. 37), “*uma visão mais ampla e capaz de auxiliar na concretização da operação e a fixação do preço*”.

Todavia, é possível que surjam contingências ocultas não identificadas na auditoria e que somente aparecem após a concretização do negócio. É a partir desse momento que assumem relevante papel as garantias (*representations and warranties*) prestadas pelas companhias envolvidas no negócio, destacando-se a celebração do contrato de *escrow*, através do qual a companhia prejudicada buscará minimizar os prejuízos decorrentes da operação.

4 DO CONTRATO DE *ESCROW*

4.1 GÊNESE E CONCEITO DO CONTRATO DE *ESCROW*

O termo *escrow* corresponde, em sua etimologia, ao latim *scriptum* significando aquilo que está escrito. A palavra assume conotação jurídica quando, nos primórdios do direito anglo-saxão, desenvolveu-se o costume de entregar a terceiro bens objeto de relação contratual que só seriam liberados mediante o cumprimento das obrigações assumidas.

A adequada compreensão do contrato de *escrow* é aquela que observa suas raízes históricas no *common law*, merecendo destaque as particularidades que o rodeiam, notadamente advindas da percepção que seu elemento de destaque é a confiança depositada no terceiro responsável por guardar os bens que só serão devolvidos com o cumprimento das obrigações.

O traço distintivo dessa figura contratual é a sua função de garantir o cumprimento de obrigações contraídas pelo indivíduo. Do contrário, os bens que o

inadimplente confiou a terceiros serão dados ao seu credor, como resultado do não cumprimento da avença.

Pelo contrato de *escrow* uma pessoa (depositante) confia a guarda de determinados bens a terceiro (*escrow holder*, depositário *escrow*, *escrow agent*), normalmente uma instituição financeira, que se compromete, seguindo as instruções dadas pelo depositante e pelo beneficiário, a guardá-los e conservá-los, restituindo àquele (depositante) ou entregando a esse (beneficiário), dependendo da constatação do cumprimento ou não de obrigação contraída pelo depositante. Se houve o cumprimento, o *escrow holder* restitui os bens ao depositante; se não houve cumprimento, entrega-os ao beneficiário.

João Tiago Morais Antunes (2007, p. 164) conceitua o contrato de *escrow* da seguinte forma:

A opção das partes poderá passar, assim, pela constituição de um depósito *escrow*, isto é, por confiar a um terceiro da confiança de ambas as compensações acordadas, a quem são dadas instruções sobre o destino a dar a estes bens, e que poderá passar pela sua restituição ao depositante, ou, na eventualidade de se concretizar a condição aposta no contrato acoplado ao depósito, pela sua entrega ao beneficiário do mesmo.

Do conceito fornecido pelo jurista lusitano sobressaem características essenciais aos contratos de *escrow*.

A primeira delas é a fidúcia inerente a essa figura contratual, uma vez que o depositante confia seus bens a um terceiro, o *escrow holder*, que será responsável pela guarda e conservação desses, podendo ser responsabilizado pelos prejuízos decorrentes da não obediência às instruções estipuladas pelo depositante e pelo beneficiário.

A segunda é que o contrato de *escrow* está, impreterivelmente, ligado a um outro contrato, tendo em vista que sua função é garantir o cumprimento das obrigações – contraídas pelo depositante – decorrentes desse outro contrato que poderá ser de qualquer natureza, mas que não prejudicará ou afetará a individualidade do contrato de *escrow*.

Essa característica foi afirmada pelo Tribunal da Califórnia em 1866 quando, ao decidir o caso *Fitch vs. Bunch* condicionou a validade do contrato de *escrow* à

existência de contrato anterior firmado entre as partes do contrato de *escrow*, consoante destaca E. W. D. (1917, p. 420):

The case of Fitch v. Bunch, a California case decided in 1866, clearly stated the rule for the first time, that to constitute a valid escrow the grantor and grantee must actually have contracted for the land sought to be conveyed; the terms must have been agreed upon and both must have assented to the instrument as a conveyance of the land, which the grantor would then have delivered and the grantee received, except for the agreement then made that it be delivered to a third person as depositary, to be kept by him until some specified condition should be performed by the grantee, and thereupon to be delivered to the grantee.

Condicionar a validade do contrato de *escrow* a um outro contrato firmado entre depositante e beneficiário somente se justifica quando percebida a sua função associada à sua essência: fazer com que o depositante cumpra as obrigações contraídas no outro contrato. Do contrário, não faria sentido condicionar a validade do contrato de *escrow* à existência de outra avença o que, de certo modo, limitaria a liberdade contratual dos indivíduos.

4.2 ELEMENTOS ESSENCIAIS

Os elementos essenciais do contrato de *escrow* correspondem aos de qualquer contrato. Desse modo, analisa-se as partes, o objeto e a forma dessa figura contratual.

Naturalmente, as partes devem ser capazes e estarem concordes, pois somente assim atende-se às exigências do art. 104, I, do Código Civil de 2002. No contrato de *escrow* as partes são: i) depositante; ii) depositário *escrow*; e iii) beneficiário.

O depositante é quem confia a guarda dos seus bens a terceira pessoa, a essa estipulando condições de guarda e conservação, sendo que “*não aliena, em princípio, a propriedade dos bens depositados “in escrow”*” (ANTUNES, 2007, p. 166).

À terceira pessoa chama-se depositário *escrow* ou, em melhor nomenclatura, *escrow holder*. O *escrow holder* será responsável por seguir as instruções

estipuladas pelo depositante e pelo beneficiário na administração dos bens *in escrow* e se comprometerá a dar a esses a destinação acordada entre depositante e beneficiário, é dizer, se houve cumprimento da obrigação decorrente do contrato ligado ao contrato de *escrow* os bens são restituídos ao depositante; se não, serão entregues ao beneficiário.

Percebe-se que o *escrow holder* não possui autonomia para guardar e conservar os bens, visto que fica adstrito às instruções estipuladas pelo depositante e pelo beneficiário. A inobservância dessas instruções, consoante destacado alhures, implica responsabilização do *escrow holder* se houver prejuízo para as partes decorrentes dessa circunstância.

Contudo, conferir maior liberdade ao *escrow holder* é prerrogativa das partes que poderão livremente avençar cláusula nesse sentido. Nesse caso, há responsabilidade do *escrow holder* pela decisão tomada no que diz respeito ao destino conferido aos bens *in escrow*.

João Tiago Morais Antunes (2007, p. 167-168) destaca que na prática negocial, é comum incluir no contrato de *escrow* cláusula que expressamente exime o *escrow holder* de qualquer responsabilização. Soma-se a isso a possibilidade de o *escrow holder*, em caso de dúvida quanto a quem cabe o destino dos bens (se ao depositante ou ao beneficiário), submeter a apreciação do contrato à arbitragem para dirimi-la.

O *escrow holder* deverá ser neutro e imparcial, de modo que na maioria dos contratos de *escrow* essa posição é assumida por instituição financeira sobre a qual depositante e beneficiário possuam confiança.

Sanjai Bhagat, Sandy Klasa e Lubomir P. Litov (2014, p.7) destacam que “*In return for being the custodian of the funds, the escrow agent typically receives a fixed fee and earns some interest on the funds with the remainder of the interest earned on the funds going to the sellers of the target*”.

Todavia, apesar de receber uma remuneração pelo exercício de suas funções, ao *escrow holder* não é conferido nenhum direito sobre os bens *in escrow*, somente sendo possível guardá-los e conservá-los, é dizer, não poderá reter os bens para compelir as partes a pagarem eventual remuneração a ele devida.

Além do depositante e do *escrow holder*, também participa do contrato de *escrow* o beneficiário, assim somente porque assume posição de vantagem

(notadamente de crédito) em relação ao depositante oriunda de outra relação contratual, necessariamente conexa ao contrato de *escrow*.

Com efeito, João Tiago Morais Antunes (2007, p. 170) é preciso:

O beneficiário do depósito não participa neste negócio alienando a posse de bens seus (como sucede com o depositante), nem com encargo de os guardar e eventualmente administrar (como sucede com o depositário *escrow*), associando-se ao contrato com o intuito de verificar se o destino dos bens dados em garantia pelo depositante ao depositário está ou não a ser cumprido. Acresce que a sua participação no contrato se justifica pela existência de uma relação jurídica, conexa ao depósito, de que é titular com credor (eventual) e que tem como devedor (eventual) o depositante.

A posição do beneficiário como credor do depositante não é certa, mas mera expectativa, uma vez que a entrega a ele dos bens *in escrow* depende da verificação de evento futuro e incerto, ou seja, depende do não cumprimento das obrigações do contrato conexo por parte do depositante.

Essa incerteza é elemento essencial do contrato de *escrow*, pois a determinação do destino dos bens *in escrow* será conferida pelo desenvolvimento do contrato conexo, responsável por individualizar a parte legítima para exigir, a depender do caso, a restituição ou a entrega dos bens *in escrow*.

Desse modo, a prévia determinação do destino dos bens *in escrow* desnatura o contrato de *escrow* que assumirá contornos incompatíveis com a sua essência.

Os traços acima delineados acerca dos elementos subjetivos do contrato de *escrow* poderão sofrer significativa mudança quando a relação contratual a ele conexa admitir direitos e obrigações recíprocas com a constituição de garantias para ambas as partes.

Nesses casos, o depositante será, ao mesmo tempo, beneficiário e vice-versa. A dificuldade em determinar a parte legítima a receber os bens *in escrow* é flagrante. Porém, assim como ocorre nos contratos de *escrow* que possuem partes bem definidas, o destino dos bens *in escrow* estará condicionado à implementação de evento futuro e incerto, notadamente o cumprimento ou não das obrigações oriundas do contrato conexo.

Exemplificando, João Tiago Morais Antunes (2007, p. 172) aduz que:

É o que sucede quando – efectuado o depósito pelo comprador – as partes reconhecem a este último o direito de exigir a restituição, em

parte ou na sua totalidade, do preço fixado para a venda, a título de indemnização pela verificação de certos factos ocultados na fase de negociação do contrato de compra e venda da sociedade (por exemplo, real valor do passivo). Em tais casos, bastante frequentes na prática negocial, revela-se complicado apurar quem está verdadeiramente a ser caucionado com a celebração do depósito: se o vendedor (face à obrigação do comprador de efectuar o pagamento do preço); se o comprador (face à obrigação do vendedor em indemnizar os danos causados com a prestação de falsas declarações sobre a situação económica da empresa).

Nesse pórtico, é fundamental compreender o contrato de *escrow* como um contrato bilateral, de conteúdo sinalagmático, no qual as partes assumem, ao mesmo tempo, a posição de depositante e de beneficiário dos bens *in escrow*.

Nos dizeres de Caio Mário da Silva Pereira (2015, p. 59) “*no (contrato) bilateral, cada uma das partes é credora e reciprocamente devedora da outra*”, exatamente como se sucede no contrato de *escrow* que tem por contrato conexo relação jurídica complexa gerando direitos e obrigações para ambas as partes.

É interessante destacar que apesar de ser contrato bilateral (no sentido de serem as partes, simultaneamente, credoras e devedoras umas das outras), o contrato de *escrow* é negócio jurídico trilateral, pois dele participam três figuras distintas, cada qual com interesse económico próprio e independência em relação à outra.

De fato, o contrato de *escrow* é formalizado pelo depositante, pelo beneficiário e pelo *escrow holder* (terceiro em relação ao contrato conexo), figuras distintas entre si e com interesses também distintos.

Nesse sentido, por ser formado por três personagens diferentes, bem como a cada um deles caber direitos e obrigações próprios da sua condição (depositante, *escrow holder* ou beneficiário), trata-se o contrato de *escrow* de negócio jurídico trilateral, produzindo efeitos em relação a todos os participantes de sua formação.

A prática negocial, conforme enuncia João Tiago Morais Antunes (2007, p. 165), admite a celebração de contratos de *escrow* somente entre o depositante e o *escrow holder*, como negócio jurídico bilateral, é dizer, com apenas duas partes, incluindo o beneficiário como favorecido pelos bens *in escrow*.

Entendo, contudo, que o negócio jurídico no qual há bens constituídos em favor de beneficiário previamente determinado não pode ser considerado contrato de *escrow* por ser contrário à própria natureza dessa avença, na qual a condição de beneficiário dependerá, única e exclusivamente, da ocorrência de evento futuro e

incerto, de modo que a qualidade de beneficiário é incerta, jamais podendo haver prévia determinação nesse sentido, sobretudo quando este não participa da celebração do contrato.

Essa incerteza quanto à qualidade de beneficiário ou não dos bens *in escrow* é condição essencial da figura contratual em tela, sem a qual ocorre a desnaturação desse contrato para outra modalidade, posto que não são conservados seus elementos fundamentais.

Outrossim, a formação contratual exige a conjugação de vontades de modo que o beneficiário que não participa da formação do contrato de *escrow* pode não querer pagar a remuneração exigida pelo *escrow holder*, sendo subtraída a sua oportunidade de discordar dos termos inseridos na avença, pois fora excluído do processo de negociação.

Além disso, conforme afirmado alhures, o *escrow holder* segue instruções elaboradas pelo depositante e pelo beneficiário. Naturalmente, se este foi excluído do processo de negociação e de formação contratual, não pôde estipular tais instruções e será obrigado a concordar com aquelas apresentadas pelo depositante (o que eventualmente poderá colocar o depositante em posição de vantagem em relação ao beneficiário).

Considero essa circunstância inadmissível porque, em condições normais, o beneficiário poderá estipular as instruções que desejar além de, se não concordar com as instruções apresentadas pelo depositante, não celebrar o contrato. Essas possibilidades são subtraídas do beneficiário quando ele não participa da formação do negócio jurídico, o que não poderá ser admitido pelo direito.

Em verdade, nessas circunstâncias, o beneficiário estará envolvido em negócio jurídico sem que haja manifestado sua vontade e do qual não participou na formação, situação completamente contrária ao direito brasileiro, posto que o ordenamento jurídico exige acordo de vontades para a constituição de negócio jurídico.

Considerando o direito brasileiro, o contrato de *escrow* celebrado sem a participação do beneficiário é verdadeira estipulação em favor de terceiro, pois o suposto depositante e o suposto *escrow holder* convencionam o cumprimento de prestação em favor de outra pessoa (o beneficiário).

Nessa linha de raciocínio, Cristiano Chaves de Farias e Nelson Rosendal (2014, p. 435) entendem que:

A estipulação em favor de terceiro é contrato *sui generis*. Forma-se quando o estipulante (ou promissário) convencionam com o promitente a concessão de uma vantagem patrimonial em prol de um terceiro, que se constitui em beneficiário. Em outras palavras, duas pessoas celebram negócio jurídico cujo desiderato é favorecer a situação jurídica patrimonial de um estranho ao ato de autonomia privada; este acaba por adquirir um direito próprio a esta vantagem, convertendo-se em credor do promitente.

Esta categoria contratual exige, por conseguinte, a presença de dois requisitos: a existência de um terceiro e a aquisição por este de um direito próprio a um benefício. Partes da estipulação em favor de terceiro são o promitente e o estipulante (ou promissário). Aquele se obriga a realizar a prestação. O estipulante/promissário, por sua vez, recebe a promessa e atribui, através do promitente, o direito ao terceiro. O beneficiário não é parte, pois não dá vida ao contrato nem suporta seus efeitos.

Aplicando esse entendimento à questão em tela, tem-se que o depositante é, na verdade, o promissário, e o *escrow holder* é, na verdade, o promitente, recebendo o bem e transmitindo-o ao terceiro (no caso, beneficiário). Repare que o beneficiário sequer é considerado parte, pois não dá vida ao contrato e nem suporta os seus efeitos.

Ademais, no contrato de *escrow* sem a participação do beneficiário assim como na estipulação em favor de terceiro duas pessoas (suposto depositante, que na verdade é promissário; e suposto *escrow holder*, que na verdade é promitente) celebram negócio jurídico para favorecer situação patrimonial de terceiro estranho (beneficiário) ao ato de autonomia privada, colocando-o na posição de credor do promitente.

Resta claro, então, que o contrato de *escrow* no qual não há a participação do beneficiário em sua formação é, na verdade, estipulação em favor de terceiro, posto que o suposto depositante e o suposto *escrow holder* (respectivamente, promissário e promitente) celebram negócio jurídico no qual favorecem situação patrimonial alheia onde há determinação prévia do beneficiário, sendo esse terceiro estranho ao ato de autonomia privada e não sendo considerado parte, vez que não dá vida ao contrato, circunstâncias incompatíveis com o contrato de *escrow*, mas correspondente à estipulação em favor de terceiro.

Assim, considero que o contrato de *escrow* será, sempre e necessariamente, uma relação jurídica trilateral, envolvendo depositante, beneficiário e *escrow holder*, exigindo a participação de todos eles na formação contratual, sob pena de desvirtuar

essa categoria contratual, transfigurando-a em estipulação em favor de terceiro, face à determinação prévia do credor e à circunstância de se estar beneficiando situação patrimonial de terceiro estranho à constituição do contrato.

Superada essa questão, tem-se que o objeto do contrato de *escrow* é bem móvel, na maioria das vezes, dinheiro ou ações, que deverão ser entregues ao *escrow holder* no momento da celebração do contrato. Nada impede, contudo, que os bens *in escrow* sejam entregues após a celebração do contrato

É certo, todavia, que a entrega dos bens ao *escrow holder*, seja no momento da celebração do contrato, seja após a celebração, constitui condição indispensável à formação do contrato de *escrow*.

Por fim, o contrato de *escrow* poderá assumir qualquer forma a ele empregada pela autonomia da vontade, uma vez que no direito civil pátrio vigora o princípio da liberdade da forma (FARIAS; ROSENVALD, 2013, p. 618), expressamente consagrado pelo art. 107 do Código Civil ao aduzir que “*A validade da declaração de vontade não dependerá de forma especial, senão quando a lei expressamente a exigir*”. João Tiago Morais Antunes (2007, p.173) destaca, com propriedade, que a prática negocial prefere o instrumento particular, por razões óbvias de custo e facilidade.

4.3 O PROBLEMA DA NATUREZA JURÍDICA DO CONTRATO DE *ESCROW*

Perquirir a natureza jurídica de um instituto é compará-lo com as categorias jurídicas similares, buscando individualizá-lo ou identificá-lo, de modo a definir a sua posição, segundo suas características essenciais, no universo do Direito.

A ausência de disciplina jurídica própria do contrato de *escrow* torna importante a tarefa de esclarecer a sua natureza jurídica, sobretudo quando se constata que não há doutrina nacional que aborde o tema e que a jurisprudência apresenta divergências consideráveis.

Consoante o supracitado, o contrato de *escrow* é negócio jurídico através do qual o depositante confia a guarda dos seus bens a um terceiro (*escrow holder*), notadamente uma instituição financeira, que se compromete, seguindo as instruções fornecidas pelo depositante e pelo beneficiário, a conservá-los e a dar a destinação

acordada, de modo que os bens *in escrow* poderão ser devolvidos ao depositante ou entregues ao beneficiário, dependendo do desenrolar do contrato conexo.

A relação jurídica decorrente desse negócio jurídico é, desse modo, trilateral, donde participam o depositante, o *escrow holder* e o beneficiário, figuras individualizadas e independentes entre si, e possuidoras de interesses econômicos distintos.

No mesmo sentido, é essencial que no contrato de *escrow* a posição de beneficiário dos bens depositados seja incerta, sendo a sua certeza condicionada ao cumprimento ou não de evento futuro e incerto, notadamente relacionado ao contrato conexo.

Ademais, a existência de contrato conexo (celebrado entre depositante e beneficiário) ao contrato de *escrow* é circunstância imprescindível, de tal maneira que se inexistente aquele torna-se inválido este.

As teses elaboradas acerca da natureza jurídica do contrato de *escrow* se baseiam ora no elemento subjetivo, ora no elemento objetivo do negócio jurídico, mas não levam em consideração os seus aspectos essenciais.

O Tribunal Regional Federal da 3ª Região já teve a oportunidade de afirmar que a natureza jurídica do contrato de *escrow* é a de um contrato de prestação de serviços de administração de conta controlada pelo *escrow holder*, objetivando a garantia de contingências identificadas em auditoria final durante a aquisição de uma empresa.

TRIBUTÁRIO. IRPF. MANDADO DE SEGURANÇA. GANHO DE CAPITAL. ALIENAÇÃO DE AÇÕES. ISENÇÃO. DECRETO-LEI Nº 1.510/76. REVOGAÇÃO PELA LEI Nº 7.713/88. DIREITO ADQUIRIDO. CONTRATO DE ESCROW. DISPOSIBILIDADE JURÍDICA. INCIDÊNCIA DO IMPOSTO DE RENDA.

1. Indevido o recolhimento do Imposto de Renda incidente sobre ganho de capital decorrente da alienação de ações adquiridas até 1986, sob o pálio do Decreto-lei nº 1.510/76, e vendidas em 2011.

2. A hipótese quadra-se nos limites do art. 178 do Código Tributário Nacional, posto tratar-se de isenção de caráter oneroso, concedida por prazo certo. Daí a inviabilidade de sua revogação, não se cuidando de interpretação extensiva, em ordem a esbarrar na vedação do art. 111, inciso II, do mesmo diploma legal, posto que a sua obtenção atrelava-se à permanência das ações no patrimônio do contribuinte pelo período de cinco anos, o que ocorreu no caso. Inteligência da Súmula 544 do Pretório Excelso.

3. A revogação pretendida pelo art. 58 da Lei nº 7.713, de 22.12.88, há de ser interpretada com os temperamentos dos art's. 111, II, e 104, III, in fine, do CTN para apanhar as hipóteses verificadas após a

sua vigência e não aquelas nas quais as condições já estavam implementadas.

4. Precedentes do C. STJ e das Cortes Regionais.

5. Quanto à parcela depositada em conta Escrow Agreement, como bem ressaltado na inicial, trata-se de um acordo celebrado entre o impetrante, a adquirente das ações e o Banco do Brasil, consubstanciado em contrato de prestação de serviços de administração de conta controlada, objetivando a garantia dos riscos apurados em diligência final a ser realizada durante o processo de aquisição da empresa alienada.

6. Sabido que o art. 43 do CTN estabelece que o fato gerador do imposto de renda corresponde à aquisição da disponibilidade econômica ou jurídica de renda ou de proventos de qualquer natureza, assim entendidos os acréscimos patrimoniais não compreendidos no conceito de renda.

7. No caso, evidencia-se que foi paga a quantia de R\$ 12.820.892,00, além de outros R\$ 17.000.000,00 devida a título de Escrow e outros R\$ 5.262.510,00 a título de Holdback, totalizando R\$ 35.083.402,00. Defende o impetrante que tal valor é uma estimativa e não o preço total do negócio, porquanto o preço real será determinado apenas após o fechamento e análise da documentação contábil e fiscal pelo comprador, prestando-se aqueles dois últimos valores a garantir eventuais responsabilidades por parte do alienante.

8. Ora, evidente a disponibilidade jurídica dos aludidos valores, porquanto o vendedor está certo da lisura do seu negócio. Como trata-se de elevada importância, o procedimento é adotado para garantia do comprador, mas tal acordo não pode ser oposto contra o fisco para inviabilizar a incidência do tributo.

9. A hipótese aproxima-se da volvida à apuração de lucro pelas empresas, ainda que não distribuído aos sócios, posto que estes adquirem a sua disponibilidade jurídica.

10. Apelo do impetrante a que se dá parcial provimento para reformar a sentença a quo, e reconhecer tão somente o direito à isenção do imposto de renda sobre os 30% de participação acionária que detinha na empresa Delamano Soluções em MRO Ltda., adquiridos na vigência do Decreto-lei nº 1.510/76.

(TRF-3 - AMS: 14 SP 0000014-60.2012.4.03.6105, Relator: JUIZ CONVOCADO ROBERTO JEUKEN, Data de Julgamento: 08/05/2014, TERCEIRA TURMA,)

Percebe-se que para definir a natureza jurídica do contrato de *escrow* como contrato de prestação de serviços para administração de conta controlada, o Tribunal Regional Federal da 3ª Região somente levou em consideração a pessoa do *escrow holder* e as funções por ele exercidas, não examinando os elementos essenciais desse negócio jurídico.

Com efeito, o que levou ao Tribunal Regional Federal da 3ª Região a entender a natureza jurídica do contrato de *escrow* como sendo um contrato de prestação de serviços de administração de conta controlada foi, única e exclusivamente, a

constatação de que ao *escrow holder* cabe conservar, guardar e gerir os bens depositados *in escrow* que, no caso, estavam depositados em conta controlada, percebendo remuneração por isso.

Contudo, o contrato de *escrow* não pode assumir a natureza jurídica de um contrato de prestação de serviços de administração de conta controlada ou de qualquer sorte.

O contrato de prestação de serviços é negócio jurídico no qual uma das partes, mediante remuneração, presta serviços em proveito de outra parte sem que a ela esteja subordinada juridicamente. Esse conceito é repetido, com outras palavras pelo art. 594 do Código Civil (BRASIL, 2002) segundo o qual “*Toda a espécie de serviço ou trabalho lícito, material ou imaterial, pode ser contratada mediante retribuição*”.

Entrementes, no contrato de prestação de serviços a parte contratada para realizá-los possui autonomia em relação à outra, não havendo subordinação ou obediência às ordens emitidas pela parte que contrata os serviços.

De acordo com Orlando Gomes (2009, p. 354-355):

A parte que presta o serviço estipulado não o executa sob a direção de quem se obriga a remunerá-lo e utiliza os métodos e processos que julga convenientes, traçando, ela própria, a orientação técnica a seguir, e assim exercendo sua atividade profissional com liberdade. Na realização do trabalho, não está subordinada a critérios estabelecidos pela outra parte. Enfim, é o juiz do modo por que o serviço deve ser prestado.

Repara-se que a essência do contrato de prestação de serviços é a autonomia do prestador, que não se submete às ordens e critérios estabelecidos pela outra parte.

Apesar de o *escrow holder* também fazer jus a uma remuneração, o sobredito não se aplica ao contrato de *escrow*, pois nesse negócio jurídico o *escrow holder* encontra-se vinculado às instruções emitidas pelo depositante e pelo beneficiário podendo ser responsabilizado civilmente em caso de inobservância. Por essa razão, o contrato de *escrow* jamais poderá possuir natureza jurídica de contrato de prestação de serviços.

Outrossim, conforme esposado acima, a natureza jurídica do contrato de *escrow* não pode ser a de uma estipulação em favor de terceiro.

Na estipulação em favor de terceiro, duas pessoas convencionam negócio jurídico por meio do qual favorecem a situação patrimonial de terceiro alheio a essa avença, que passa a ser, de pleno direito, credor do conteúdo da estipulação em seu favor.

Em primeiro lugar, nota-se que esse terceiro não participa da avença e por isso não é considerado parte do contrato. Esse raciocínio não se aplica ao beneficiário do contrato de *escrow* que, participando da formação desse contrato, assume posição relevante inclusive emitindo instruções que deverão ser seguidas pelo *escrow holder*.

Em segundo lugar, e mais importante, a estipulação em favor de terceiro tem a posição de credor previamente definida e assumida pelo beneficiário, ao contrário do contrato de *escrow*, posto que um dos seus elementos essenciais é justamente a incerteza da posição de credor (beneficiário) que somente será definida a partir do resultado oriundo da relação jurídica contratual – celebrada pelo depositante e pelo beneficiário – conexa ao contrato de *escrow*.

Além desses argumentos, o contrato de *escrow* é necessariamente trilateral, composto subjetivamente pelo depositante, pelo *escrow holder* e pelo beneficiário, todos participando da sua formação e possuindo interesses distintos, enquanto que na estipulação em favor de terceiro tem-se uma relação jurídica bilateral, com apenas duas partes, o promissário e o promitente, vez que o beneficiário é excluído da posição de parte por não participar da formação da estipulação.

Assim, a natureza jurídica do contrato de *escrow* também não pode ser de uma estipulação em favor de terceiro. Por essas razões, não assiste razão à Sérgio Botrel (2016, p. 314) quando dispara que:

Sob o ponto de vista técnico, o mecanismo de garantia sob análise enquadra-se na categoria jurídica estipulação em favor de terceiros, incidindo à espécie, portanto, as regras dos arts. 436-438 do Código Civil.

A doutrina alienígena e outra parcela da jurisprudência brasileira apontam a natureza jurídica do contrato de *escrow* como sendo contrato de depósito irregular ou negócio jurídico fiduciário.

João Tiago Morais Antunes, por sua vez, entende que o contrato de *escrow* é contrato misto, e possui a natureza jurídica de depósito em favor de sujeito

alternativamente determinado e de mandato coletivo. Assim pontua o autor lusitano (2007, p. 278):

Em suma: o depósito *escrow* deve ser qualificado, no direito português, como um contrato misto de depósito em favor de sujeito alternativamente determinado e de mandato colectivo, sendo mandantes o depositante e o beneficiário eventual do depósito e mandatário o depositário *escrow*.

O jurista sustenta sua tese em dois alicerces principais. O primeiro deles parece ser a semelhança dessa figura contratual com o contrato de depósito no direito português (uma vez que nesse ordenamento existe um subtipo de depósito denominado depósito fiduciário) de modo que João Tiago Morais Antunes sempre se refere ao contrato de *escrow* como depósito *escrow*. Nessa esteira, escreve:

A este respeito, parece-nos que o depósito *escrow* deve ser qualificado como um contrato de depósito em favor de sujeito alternativamente determinado (isto é, suspensivamente condicionado quanto à pessoa legitimada a exigir a restituição da coisa), o qual constitui – no nosso ordenamento jurídico – uma das tipologias possíveis do denominado depósito com funções de garantia (ou depósito fiduciário).

O depósito *escrow* deve, pois, ser classificado como um *subtipo* de depósito (regular ou irregular em função da natureza fungível ou infungível do objecto depositado). Na verdade, como vimos, o depósito em favor de sujeito alternativamente determinado pertence aos quadros gerais do depósito, uma vez que os elementos anómalos ou extra-típicos que nele se encontram não conduzem necessariamente à formulação de um juízo de atipicidade, mas, apenas, à identificação de uma *subespécie* ou *subtipo* (social) do depósito.

O segundo ponto diz respeito às instruções passadas, pelo depositante e pelo beneficiário, ao *escrow holder* e que por ele devem ser obedecidas. Essa circunstância faz crer, para João Tiago Morais Antunes, que o contrato de *escrow* guarda elementos da figura contratual do mandato coletivo.

Com efeito, o *escrow holder* obriga-se a atuar tão somente nos estritos limites e através das instruções a ele conferidas, sob pena de responsabilização pelos prejuízos eventualmente sofridos pelo depositante ou pelo beneficiário.

Soma-se a isso o fato de que os atos praticados pelo *escrow holder* no exercício de suas funções o são no interesse comum das partes, além de estarem, conforme dito, limitados pelos termos das instruções. Assim, considera-se mandato

coletivo, sobretudo porque as instruções dadas ao *escrow holder* somente podem ser revogadas mediante o consentimento expresso e escrito do depositante e do beneficiário.

Nos dizeres de João Tiago Morais Antunes (2007, p. 277):

Aprofundando essa linha de raciocínio, cumpre notar que a circunstância do mandato atribuído pelas partes do negócio principal ao depositário *escrow* ser, indiscutivelmente, um mandato conferido *no interesse comum* daquelas lava-nos a concluir estarmos perante um verdadeiro mandato colectivo, previsto – no nosso ordenamento – no art. 1173.º do Cód. Civil. A recondução do “*escrow*” a esta categoria específica de mandato é, de resto, comprovada pelo facto de – como vimos – a generalidade dos contratos de depósito *escrow* conterem uma cláusula segundo a qual as *instruções conferidas ao depositário apenas poderão ser revogadas com o consentimento expresso e escrito pelo depositante e o beneficiário do depósito*, isto é, com a anuência de ambos os mandantes.

Essas são as bases nas quais o jurista lusitano sustenta a sua tese de ser o contrato de *escrow* um contrato misto, que congrega elementos do contrato de depósito em favor de sujeito alternativamente determinado e do contrato de mandato.

Sobreleva destacar, entretanto, que essa conclusão, apesar de soar coerente quando inserida no contexto do ordenamento jurídico português, não parece ser a adequada para o direito brasileiro.

É que o ordenamento jurídico pátrio não abriga a figura contratual do depósito em favor de sujeito alternativamente determinado, vez que o contrato de depósito do Código Civil de 2002 é aquele no qual “*recebe o depositário um objeto móvel, para guardar, até que o depositante o reclame*” (art. 627 do Código Civil) (BRASIL, 2002).

Não existe, entre nós, o subtipo de depósito em favor de sujeito alternativamente determinado, pelo que deve ser considerado contrato atípico e inominado quando esses termos forem pactuados sob o manto da legislação brasileira.

Do mesmo modo, o contrato de depósito do Código Civil de 2002 é bilateral, isto é, apenas conserva duas partes, o depositante e o depositário, sendo que este somente poderá devolver o objeto depositado àquele e jamais a terceiro.

Em sentido oposto, o contrato de *escrow* é negócio jurídico trilateral (firmado entre depositante, *escrow holder* ou depositário *escrow* e beneficiário) sendo que o

destino dos bens é incerto, podendo ser devolvidos ao depositantes ou entregues ao beneficiário, a depender do resultado de evento futuro e incerto relativo ao contrato conexo.

O art. 632 do Código Civil (BRASIL, 2002) apresenta outra modalidade de depósito, aduzindo que:

Art. 632. Se a coisa houver sido depositada no interesse de terceiro, e o depositário tiver sido cientificado deste fato pelo depositante, não poderá ele exonerar-se restituindo a coisa a este, sem consentimento daquele.

A doutrina trata essa figura contratual como depósito em garantia ou depósito em favor de terceiro o que, de certo modo, se aproxima do contrato de *escrow*, mas com esse não se confunde.

O negócio jurídico descrito pelo art. 632 do Código Civil (BRASIL, 2002) é, de fato, uma estipulação em favor de terceiros sendo o beneficiário previamente determinado, circunstância incompatível com o contrato de *escrow*.

A doutrina de Cristiano Chave de Farias e Nelson Rosendal (2014, p. 849) destaca:

Outra situação que exige atenção é o depósito feito no interesse de terceiro (CC, art. 632), em um eloquente caso de *estipulação em favor de terceiro* (CC, arts. 436 a 438). Permite-se ao depositante *efetuar a entrega da coisa ao depositário no interesse de terceiro e não em proveito próprio*. Trata-se de terceiro beneficiado pelos efeitos de um negócio do qual não é parte.

Vê-se, portanto, que o contrato de *escrow* jamais poderá possuir a natureza jurídica de depósito em favor de terceiro (art. 632 do Código Civil) (BRASIL, 2002), posto que naquele negócio jurídico o beneficiário é incerto e não pode ser previamente determinado (como ocorre no depósito em favor de terceiro), além de que não se considera terceiro, pois participa da formação contratual. Nesse pórtico, aplicam-se as mesmas críticas e diferenciações tecidas acerca da estipulação em favor de terceiro.

Não se trata, outrossim, de um contrato de mandato. João Tiago Moraes Antunes (2007, p. 276) entende que as instruções passadas pelo depositante e pelo beneficiário ao *escrow holder* constituem um mandato:

Conforme referimos anteriormente, uma das características principais do depósito *escrow* prende-se com a circunstância de o depositante e o beneficiário do depósito *instruírem irrevogavelmente* o depositário sobre o destino a dar aos bens confiados em garantia, obrigando-se este a praticar, por conta daqueles, os actos necessários à *execução do mandato* que recebe de ambas as partes.

Com efeito, as instruções passadas ao *escrow holder* pelo depositante e pelo beneficiário aproximam-se da figura contratual do mandato, mas as demais características essenciais do contrato de *escrow* não foram consideradas pelo jurista lusitano, que concluiu pela natureza jurídica apenas observando um elemento do contrato e não este como um todo.

O mandato no direito brasileiro é contrato bilateral, isto é, formado apenas por duas partes: o mandante e o mandatário. Nessa esteira, Caio Mário da Silva Pereira (2015, p.373) é preciso: “*mandato é o contrato pelo qual uma pessoa (mandatário) recebe poderes de outra (mandante) para, em seu nome, praticar atos jurídicos ou administrar interesses*”.

Conclusivamente, e sem permitir dúvidas acerca da bilateralidade do contrato de mandato, Cristiano Chaves de Farias e Nelson Rosenvald (2014, p. 867) enunciam:

Enfim, é o negócio jurídico por meio do qual uma pessoa (mandatário ou outorgado) recebe poderes de outra pessoa (mandante ou outorgante) para, em nome desta, praticar um ato (ou um conjunto de atos) ou administrar interesses.

Não há, em se tratando de mandato, uma figura contratual trilateral, donde supostamente participariam o depositante, o beneficiário e o *escrow holder*.

Demais disso, não há um contrato conexo ou subjacente ao mandato, mas tão somente atuação do mandante no interesse de quem lhe outorgou poderes para administrar seus interesses. Percebe-se que a atuação do mandatário ocorre sempre no interesse do mandante.

O contrato de *escrow*, por outro lado, exige um contrato conexo (entre depositante e beneficiário), além de que os atos praticados pelo *escrow holder* o serem no interesse do beneficiário (e não do depositante), pois o escopo desse contrato é servir de garantia ao cumprimento das obrigações contraídas pelo depositante no contrato conexo.

Conclui-se que as instruções passadas ao *escrow holder* não podem ser a única determinante da natureza jurídica do contrato de *escrow*, que demanda uma análise de todos os seus elementos essenciais para a devida inserção como categoria no universo do Direito.

4.4 O CONTRATO DE *ESCROW* COMO NEGÓCIO JURÍDICO FIDUCIÁRIO

A definição da natureza jurídica do contrato de *escrow* como um contrato misto contendo elementos do contrato de depósito em favor de sujeito alternativamente determinado e do contrato de mandato não é compatível com o ordenamento jurídico brasileiro.

Entre nós, a natureza jurídica do contrato de *escrow* somente pode ser a de um negócio jurídico fiduciário, sobretudo quando se considera que o sustentáculo dessa figura contratual é, de fato, a fidúcia.

João Tiago Morais Antunes (2007, p. 282-283) aduz a existência dessa linha de raciocínio, porém logo em seguida descarta a sua aceitabilidade pelo direito português, pontuando em aguçada observação que “*Subjacente a esta tese parece estar o pensamento – errado a nosso ver – segundo o qual a garantia e a administração são finalidades incompatíveis com o tipo legal de depósito*”.

Entretanto, estudadas as características e peculiaridades do negócio jurídico fiduciário, é fácil perceber que o contrato de *escrow* amolda-se, perfeitamente, a essa categoria jurídica, sendo esta, precisamente, a sua natureza jurídica.

Para Carlos Roberto Gonçalves (2014, p. 337) o negócio fiduciário “*é aquele em que alguém, o fiduciante, transmite um direito a outrem, o fiduciário, que se obriga a devolver esse direito ao patrimônio do transferente ou a destiná-lo a outro fim*”.

Caio Mário da Silva Pereira (2015, p. 401) é mais preciso aduzindo que:

Trata-se da fidúcia (trust) pela qual uma das partes, recebendo da outra bens móveis ou imóveis, assume o encargo de administrá-los em proveito do instituidor ou de terceiro, tendo a livre administração dos mesmos, mas sem prejuízo do beneficiário.

Da leitura desse conceito, nota-se extrema intimidade com o contrato de *escrow*, uma vez que, em ambas essas categorias, uma das partes (no caso do contrato de *escrow*, o depositante) entrega à outra (o *escrow holder*) bens móveis e este se compromete a administrá-los em proveito do beneficiário.

Além disso, a administração dos bens poderá ser em proveito do instituidor (depositante) ou do beneficiário, uma vez que essa condição dependerá do desenrolar da relação jurídica contratual conexa sendo, portanto, incerta.

A incerteza quanto ao beneficiário é presente no negócio fiduciário na medida em que, se cumprida a obrigação garantida por este, os bens entregues ao fiduciário retornarão ao fiduciante, em verdadeiro caso de alternatividade de sujeitos, pois do contrário os bens serão entregues ao beneficiário, do mesmo modo como se sucede no contrato de *escrow*.

O mesmo jurista aponta (PEREIRA, 2015, p. 402) que a parte recebe os bens para determinado fim (garantia ou resguardo) devolvendo-os à outra parte ou ao beneficiário a depender de evento futuro e incerto, exatamente como ocorre no contrato de *escrow*.

Demais disso, o negócio fiduciário, assim como o contrato de *escrow*, é trilateral, sendo constituído subjetivamente por três figuras bem definidas, distintas entre si, cada qual com interesse econômico também distinto.

Ao depositante e ao fiduciante cabe a entrega dos bens ao *escrow holder* ou ao fiduciário, respectivamente. O destino dos bens, em todos os casos, dependerá, como sobredito, de evento futuro e incerto (cumprimento de obrigação), de tal maneira que os bens poderão retornar ao depositante ou ao fiduciante, bem como serem entregues ao beneficiário.

Preservam-se, assim, elementos essenciais do contrato de *escrow*: a incerteza sobre a condição de beneficiário e a trilateralidade dessa relação jurídica contratual que se assenta, assim como o negócio fiduciário, na confiança que as partes depositam na pessoa que administra os bens (*escrow holder* ou fiduciário).

A função do negócio fiduciário, assim como ocorre no contrato de *escrow*, é a garantia das obrigações do fiduciante (depositante), conforme deixa transparecer Carlos Roberto Gonçalves (2014, p.337) quando aduz que “*no negócio fiduciário, o meio excede o fim. Visam as partes um fim prático, realizando um negócio cujos efeitos ultrapassam os objetivos do que foi celebrado*”.

O Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro reconheceu ser a função do contrato de *escrow* a garantia de obrigações:

AGRAVO DE INSTRUMENTO. MEDIDA CAUTELAR INOMINADA. RECURSO CONTRA A CONCESSÃO DE LIMINAR QUE, EM AÇÃO CAUTELAR, IMPEDE O AGRAVANTE DE MOVIMENTAR, UMA ESCROW ACCOUNT. Em acordo firmado por ocasião da dissolução e liquidação de várias sociedades, das quais agravante e agravada eram sócios ficou avençado que a administração de haveres das empresas deve ser conjunta. Foi, assim, aberta uma escrow account termos que designa uma conta bancária de garantia. Na verdade, uma conta bloqueada em que não se permite movimentação isolada, aberta com a finalidade de reter valores, separados com destinação específica para cobrir certas obrigações ou transações. Liminar embasada em acordo firmado entre as partes que não se mostra teratológica, contrária à lei ou à prova dos autos não merecendo, assim, reforma, a teor do verbete 58 da Súmula do TJRJ, RECURSO A QUE SE NEGA SEGUIMENTO COM FUNDAMENTO NO ART. 557, caput, do CPC.

(TJ-RJ - AI: 00285849720088190000 RIO DE JANEIRO CAPITAL 2 VARA EMPRESARIAL, Relator: RONALDO ALVARO LOPES MARTINS, Data de Julgamento: 18/12/2008, DÉCIMA QUARTA CÂMARA CÍVEL, Data de Publicação: 12/01/2009)

Essa utilidade prática do negócio fiduciário remonta ao Direito Romano conforme nota Caio Mário da Silva Pereira (2015, p. 402):

É certo que a prática dos negócios faz ressurgir de época mais remota, e com raízes no Direito Romano, a figura do *negócio fiduciário*, mas com finalidade mais restrita, nas suas duas modalidades: a primeira, denominada *fiducia cum creditore*, funciona como instrumento de garantia, transferindo o devedor ao credor bens, a título de venda, para que ele os explore como seus, e *sub conditione* do resgate do débito a certo prazo os revenda ao devedor.

A origem do negócio fiduciário e a sua utilização prática permitem concluir que a sua função é, precisamente, a garantia de obrigações, do mesmo modo como ocorre no contrato de *escrow*.

Se há garantia de obrigações, certamente existe uma relação jurídica contratual conexa ao negócio fiduciário, pois do contrário seu conteúdo restaria inócuo, uma vez que, desvinculado de outro contrato, não haveria obrigação a garantir. Assim também sucede com o contrato de *escrow*, no qual é imprescindível a existência de relação jurídica contratual a ele subjacente, tendo como partes o depositante e o beneficiário.

A função de ambas as categorias jurídicas (contrato de *escrow* e negócio fiduciário) é, portanto, a garantia das obrigações contraídas na relação jurídica contratual subjacente ao negócio jurídico principal, de modo que identificar a natureza jurídica do contrato de *escrow* com o negócio fiduciário é preservar esse ponto fundamental de sua essência.

Também se encontram características comuns quanto à pessoa que detém a atribuição de administrar os bens (no contrato de *escrow*, o *escrow holder* e no negócio fiduciário, o fiduciário). É que no negócio fiduciário a pessoa que administra os bens é, na maioria dos casos, uma instituição financeira, conforme nota Caio Mário da Silva Pereira (2015, p. 404):

O fiduciário poderá ser qualquer pessoa física ou jurídica, idônea e da confiança do instituidor. Em especial, as instituições financeiras (bancos, sociedades de investimento) poderão manter, mediante autorização do órgão competente do governo, serviço de administração de bens mediante contrato de fidúcia. É mesmo de se prever que elas sejam mais frequentemente escolhidas, dada a sua longevidade, e em razão de reunirem condições de garantia, sempre apuradas pela fiscalização do Banco Central.

O mesmo sucede com o contrato de *escrow*, sobretudo tendo em consideração que os bancos de investimento de maior porte e que atuam em operações envolvendo grandes valores mantêm setores exclusivamente dedicados às denominadas *escrow accounts*.

No que tange ao *escrow holder* é imprescindível que receba uma remuneração (denominada *escrow fee*) em razão da guarda, conservação e administração dos bens. O mesmo sucede com o fiduciário, tendo este direito à remuneração segundo o estipulado e, na falta de cláusula expressa, na conformidade de arbitramento judicial.

Cumprе salientar, todavia, que apesar de o *escrow holder* possuir liberdade para a guarda, conservação e administração dos bens *in escrow*, esta é relativa, posto que exercida nos limites das instruções passadas a ele pelo depositante e pelo beneficiário.

Em raro pronunciamento, o Tribunal de Justiça de São Paulo oportunamente destacou ser o contrato de *escrow* um negócio fiduciário:

RECURSO - Agravo de Instrumento - Recurso cabível contra decisão interlocutória, que concede liminar inaudita altera parte, em ação cautelar (CPC, art. 162, § 2o, e 522). LIMINAR - Medida cautelar de sustação de protesto - Presença dos requisitos do *fumus boni iuris* e do *periculum in mora*, em intensidade suficiente para sua concessão - Prova documental reveladora da existência de contratos entre as partes estabelecendo emissão de notas promissórias e abertura de conta fiduciária - "escrow account" - com movimentação exclusivamente conjunta e de transferência de valores dessa conta fiduciária para a ré em montante ligeiramente superior ao valor das notas promissórias apontadas para protesto - Plausível a alegação da autora agravada de inexigibilidade dos títulos, em razão do pagamento - Deferimento mantido CAUÇÃO - Diante das peculiaridades do caso concreto, envolvendo sustação de protesto de notas promissórias, vinculadas a contratos de cessão de créditos da autora à ré e assunção dos débitos da segunda à primeira, justifica-se a imposição ao requerente da medida a prestação de caução idônea, admitida a real, para garantir a efetiva indenização dos prejuízos que eventualmente o requerido venha a sofrer, em razão da medida, sem que seja exigível identidade do valor das cártulas - Determinação de prestação de caução real idônea, perante o MM Juízo da causa a quem caberá o exame da idoneidade da caução oferecida, no prazo de cinco dias, a contar da publicação do presente julgado. Recurso provido, em parte, com determinação. .

(TJ-SP - AI: 4671629820108260000 SP 0467162-98.2010.8.26.0000, Relator: Rebello Pinho, Data de Julgamento: 07/02/2011, 20ª Câmara de Direito Privado, Data de Publicação: 24/02/2011)

A natureza jurídica do contrato de *escrow* é, indubitavelmente, a de um negócio fiduciário, vez que se preservam seus elementos essenciais: trilateralidade, incerteza quanto à posição de beneficiário e quanto ao destino dos bens *in escrow*, função de garantir o cumprimento de obrigações contraídas em decorrência de relação jurídica contratual conexa, a existência dessa relação contratual e a remuneração do *escrow holder*.

Este é o entendimento mais adequado ao direito brasileiro, posto que sobrelevam identificadas e preservadas todas as características fundamentais do contrato de *escrow*, permitindo inseri-lo no universo jurídico brasileiro sem prejuízo à sua essência.

5 DO CONTRATO DE *ESCROW* NAS OPERAÇÕES DE FUSÕES & AQUISIÇÕES DE EMPRESAS

5.1 O CONTEXTO DAS DECLARAÇÕES E GARANTIAS (*REPRESENTATIONS AND WARRANTIES*)

Quando inserido no universo das operações de *mergers & acquisitions* o contrato de *escrow* enquadra-se no contexto das declarações e garantias (*representations and warranties*), mais precisamente em razão dos objetivos que se pretendem alcançar com essa figura contratual.

O sucesso da grande maioria das operações de M&A dependem do fornecimento correto e adequado de informações (financeiras, legais, contábeis, trabalhistas e etc.) sobre a empresa-alvo, tornando-se possível conhecê-la de modo a estimar, com maior precisão, as particularidades do negócio (preço, condições e etc.).

Rafael Garcia-Ciudad Jáudenes (2007, p. 2) apresenta interessante observação:

A circulação das informações legais, financeiras, contábeis, estratégicas, dentre outras, e que são geradas em razão da atividade empresarial não seguem, por evidente, um padrão consistente. Tal desvio de padrão se dá por diversas razões, como por exemplo, falhas de contabilização, políticas de contenção de informações, retenção indevida de informações por funcionários, dentre outros. Em contraposição ao acima exposto, muitos negócios jurídicos dependem do fornecimento correto e preciso de informações, tendo em vista que a falta delas por omissão ou negligência acarreta, em diversos casos, em prejuízo para a parte que dependia da informação correta.

Nesse sentido, as declarações e garantias visam o esclarecimento de informações para a devida estruturação e execução de um negócio jurídico. Caitlin Sampaio Mulholland (2015, p. 1) segue este mesmo viés ao aduzir que “*trata-se de cláusula que objetiva creditar às partes do contrato uma segurança a respeito das informações relevantes para a plena satisfação dos objetivos contratuais*”.

Oriundas do direito norte-americano, as *representations and warranties*, desse modo, são declarações que preceituam ser a empresa-alvo conduzida consoante as melhores práticas do mercado e, bem assim, consoante as exigências legais, de modo a fornecer informações verídicas e precisas, com o intuito de estruturar o negócio, impondo condições, preço, e formas de execução.

Sérgio Botrel (2016, p. 298) identifica, mais profundamente, os objetivos das declarações e garantias:

Geralmente, as declarações e garantias do vendedor visam, em especial: (i) servir como um meio para persuadir o vendedor a divulgar e tornar disponível ao comprador a maior quantidade possível de informações sobre o negócio a ser adquirido, anteriormente ao fechamento da operação; (ii) conforme o desenrolar das informações reveladas pelo vendedor e sua importância para a continuidade dos negócios explorados pela sociedade-alvo, pode servir como argumento ao comprador para desistir do negócio diante da relevância e gravidade das informações; (iii) servir como base para fixação de indenização na hipótese de as declarações e garantias se revelarem, após o fechamento da operação, imprecisas ou inverídicas; (iv) servir como componente da formação do preço, haja vista que o teor das declarações e garantias permitem ao comprador estimar o risco da operação; (v) servir como elemento de decisão quanto à celebração do contrato.

Não há dúvida que, muito embora não sejam obrigatórias, as declarações e garantias são essenciais à consecução das operações societárias, mesmo porque torna-se possível minimizar os riscos oriundos do negócio, de modo a garantir às partes segurança durante a execução da avença.

Reconhecendo que as declarações e garantias constituem medidas de gestão de riscos nas operações de fusão e aquisição de empresas, Rafael Garcia-Ciudad Jáudenes (2007, p. 2) identifica o contrato de *escrow* como importante mecanismo de indenização:

Como demonstrado abaixo, o leitor notará que as Declarações e Garantias, na verdade, correspondem à uma das várias medidas que visam gerir os riscos do problema da Assimetria de Informações, quais sejam:

- (a) solicitar informações relevantes ao negócio jurídico;
- (b) investigar as mesmas através das devidas técnicas de due diligence (vale observar que o relatório de due diligence poderá servir, também, como prova em eventual demanda judicial ou arbitral);
- (c) com base em tal investigação, obrigar a parte prestadora das referidas informações a garantir que as mesmas são e serão fiéis e precisas em todos os seus aspectos; e
- (d) estabelecer uma penalidade rápida e efetiva em face do descumprimento das Declarações e Garantias, como, e não somente, a possibilidade de resolver o contrato ou utilizar um mecanismo de indenização (por exemplo: (i) indenização de eventual prejuízo pela amortização do mesmo em créditos da outra parte; ou (ii) a utilização de mecanismos de “Escrow”.

Com efeito, o contrato de *escrow* é o instrumento adequado para, havendo descumprimento de alguma das condições da operação societária ou mesmo da cláusula de *representations and warranties*, a parte prejudicada buscar a devida indenização ou mesmo a resolução da avença.

5.2 O CONTRATO DE *ESCROW* COMO INSTRUMENTO DE GARANTIA DAS OPERAÇÕES DE *MERGERS & ACQUISITIONS*

A ausência de tratamento legal relativo ao contrato de *escrow* demanda um estudo intenso acerca da sua utilização nas operações de fusão e aquisição de empresas.

A legislação brasileira – principalmente a trabalhista e a tributária – por sua complexidade e variedade, torna-se obstáculo à concretização das operações societárias em questão. Os passivos tributários e trabalhistas identificados na *due diligence*, muitas vezes, são os responsáveis pelo insucesso do negócio, uma vez que questionar judicial ou administrativamente o cumprimento das leis dessa natureza é atividade recorrente e temerária à parte que pretende adquirir uma empresa.

José Ricardo de Bastos Martins e Rafael Villac Vicente de Carvalho (2012, p. 1) pontuam, com razão:

Uma vez que as partes definiram seu interesse em prosseguir em uma negociação, com a definição do preço e da estrutura do negócio, tem início uma das fases mais dramáticas do processo: a realização da auditoria na empresa-alvo (*due diligence*, em inglês), a fim de detectar possíveis passivos que possam impactar a transação. Quase invariavelmente, o resultado dessa investigação acaba por revelar situações indesejadas na empresa-alvo, estabelecendo um impasse e, conseqüentemente, tensão entre as partes. Muitas fusões e aquisições terminam nessa fase, diante da impossibilidade de contornar os riscos identificados.

O surgimento de contingências, mascaradas ou não, durante ou após o procedimento da *due diligence* é, sem dúvida, o maior entrave para o sucesso de uma operação societária de fusão ou aquisição de empresa.

A depender da relevância e gravidade da contingência encontrada, a operação societária pode fracassar ou sofrer significativas mudanças, sobretudo no que diz respeito à estipulação do preço da empresa-alvo, uma vez que este depende, dentre outros fatores, dos passivos que esta empresa detém.

A *due diligence*, consoante aduzido alhures, identificando tais passivos, será a responsável por delimitar os parâmetros do negócio, estabelecendo o preço, estipulando condições e exigindo declarações e garantias (*representations and warranties*) com vistas a minimizar os riscos inerentes às contingências descobertas.

Dinir Salvador Rios da Rocha (2012, p. 55) obtempera:

Como mostramos acima, as principais funções ou objetivos da auditoria jurídica nas operações societárias são a obtenção de informações necessárias e suficientes que permitam conhecer o real *status* daquela empresa comprada e regular possíveis contingências que se apresentem, prevendo formas de garantia e indenização no contrato.

Assim, caso o contrato permita que as indenizações decorrentes de possíveis passivos sejam pagas pelo vendedor – através de outros instrumentos jurídicos, como a *conta vinculada*, por exemplo – a auditoria ainda seria realizável e cumpriria seu papel na transação; daí sua possibilidade.

A expressão “conta vinculada” a que se remete o autor supracitado, corresponde, em exata medida, ao contrato de *escrow*, pois nas operações de fusão e aquisição de empresas esse contrato se materializa com a abertura de uma conta vinculada, denominada *escrow account*, em uma instituição financeira, na qual ficarão depositados os valores advindos do cumprimento do contrato e que serão liberados a uma parte ou a outra dependendo do implemento de condição ou da verificação de contingência nas empresas envolvidas na operação.

O *Financial Code* do Estado da Califórnia, nos Estados Unidos da América, em sua *Section 17003* assim define a expressão *escrow*:

17003. (a) “Escrow” means any transaction in which one person, for the purpose of effecting the sale, transfer, encumbering, or leasing of real or personal property to another person, delivers any written instrument, money, evidence of title to real or personal property, or other thing of value to a third person to be held by that third person until the happening of a specified event or the performance of a prescribed condition, when it is then to be delivered by that third person to a grantee, grantor, promisee, promisor, obligee, obligor, bailee, bailor, or any agent or employee of any of the latter.

No Brasil, já se reconhece a *escrow account* como mecanismo de garantia de obrigações, ou requisitos específicos inseridos em contratos, conforme o art. 38, VII, “b” da Instrução n. 356 da Comissão de Valores Mobiliários – CVM responsável por regulamentar a constituição e funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios:

Art. 38. O custodiante é responsável pelas seguintes atividades:

VII – cobrar e receber, em nome do fundo, pagamentos, resgate de títulos ou qualquer outra renda relativa aos títulos custodiados, depositando os valores recebidos diretamente em:

- a) conta de titularidade do fundo; ou
- b) conta especial instituída pelas partes junto a instituições financeiras, sob contrato, destinada a acolher depósitos a serem feitos pelo devedor e ali mantidos em custódia, para liberação após o cumprimento de requisitos especificados e verificados pelo custodiante (*escrow account*).

Com efeito, em uma operação de M&A, o comprador deposita o valor acordado em uma *escrow account*, conta vinculada aberta perante uma instituição financeira (que assumirá as funções do *escrow holder*). O montante depositado corresponde, normalmente, ao preço estabelecido pela própria empresa-alvo. Entretanto, é possível que, realizada a *due diligence*, sejam identificados passivos ocultos, contingências ou mesmo a imprecisão ou a falsidade das informações prestadas pela empresa-alvo, de modo que o preço anteriormente acordado sofrerá significativa redução, adequando-se à real situação da empresa.

Assim, o *escrow holder* entregará à empresa-alvo o exato montante correspondente ao real valor da empresa, depois de identificadas as contingências na *due diligence*, e restituirá ao comprador o valor remanescente.

Percebe-se que a *escrow account* preservou a situação econômica do comprador, assegurando-o contra as contingências mascaradas, não identificadas de plano e contra as imprecisões e falsidades das informações fornecidas pela empresa-alvo, sendo possível àquele evitar prejuízos e garantir o sucesso da operação.

A doutrina também reconhece que a *escrow account* assume papel relevante para a empresa-alvo (BOTREL, 2016, p. 313):

Com a utilização desse mecanismo, o comprador não corre o risco de, após ter promovido o pagamento da integralidade do preço, ser obrigado a investigar a existência de bens executáveis do vendedor (caso existam) para receber indenização referente a contingências da sociedade-alvo que se tornaram dívidas ou mesmo passivos não constatados na *due diligence* e não revelados pelo vendedor. Já o vendedor fica livre do risco de solvência do comprador, porquanto tem a segurança de que, uma vez transcorrido o prazo convencionado e verificadas as condições de levantamento dos valores depositados, caberá ao banco disponibilizar os valores devidos.

Ao vendedor, conforme aguçada observação do supracitado jurista, resta a garantia de solvência do comprador, uma vez que o valor que lhe cabe já se encontra na *escrow account* sendo a ele destinado quando cumpridas as condições para o levantamento.

João Tiago Morais Antunes (2007, p. 192-193) identifica a mesma funcionalidade:

Uma das aplicações práticas mais frequentes do contrato de depósito *escrow* encontra-se no domínio da compra e venda de sociedades. Na verdade, o direito dos países da *common law* originou uma prática contratual que rapidamente se impôs nos países de *civil law* traduzida na utilização do depósito *escrow* como forma de garantir as obrigações contratuais decorrentes de um contrato típico de compra e venda de acções, quotas, e outras partes sociais. Com efeito, neste tipo de operações comerciais, é bastante comum que o preço devido pelo comprador ao vendedor fique depositado “in escrow”, com a indicação de que o mesmo só deverá entregar ao vendedor verificados certos factos, designadamente a demonstração do carácter completo, total e verdadeiro da informação prestada ao comprador no decurso das negociações preliminares da operação. Estão aqui em causa as garantias e as declarações (de facto) prestadas pelo vendedor que influenciaram a decisão do comprador de contratar, nomeadamente o preço a pagar pela compra: – situação económico-financeira da empresa; património da sociedade; número de trabalhadores da empresa; dívidas a terceiros, designadamente dívidas fiscais; litígios judiciais ou extra-judiciais com terceiras entidades, etc. A estrutura de garantia ínsita neste tipo particular de “escrow” é aparentemente simples: o comprador – devedor do preço – deposita a quantia devida junto de um terceiro – o depositário *escrow* (normalmente um Banco) – regulando-se minuciosamente no contrato os casos em que o objecto do depósito deve ser entregue ao vendedor, ou, ao invés, restituído ao comprador.

José Ricardo de Bastos Martins e Rafael Villac Vicente de Carvalho (2012, p. 1) sob ótica semelhante, porém orientados no mesmo sentido de ser a o contrato de *escrow* um instrumento de garantia da operação societária, asseveram, com propriedade:

Um dos mecanismos mais utilizados para lidar com esse tipo de situação é o estabelecimento de uma cláusula, no contrato principal da operação (não é correto pensar somente em compra e venda, pois a operação pode ter diversas outras modelagens), dispondo que parte do investimento contemplado na operação ficará retido por um determinado período, para fazer frente a possíveis passivos que poderão aflorar nos anos seguintes à concretização do negócio. Normalmente, esse montante fica depositado numa conta bancária, aberta especialmente para esse fim e sujeita a certas regras específicas para ser movimentada (as quais refletem o que foi acertado entre as partes no contrato). Essa conta é chamada conta-garantia (muitas vezes, referimo-nos a ela em seu termo em inglês: *escrow account*).

As partes normalmente negociam que a conta-garantia existirá pelo maior período de prescrição aplicável aos passivos que foram levantados durante a realização da auditoria na empresa-alvo.

O contrato principal da operação disporá acerca do mecanismo que será utilizado para movimentação dos recursos depositados na conta-garantia, o qual é suplementado pelas previsões de um contrato específico com a instituição financeira na qual os recursos ficarão depositados (*escrow agreement*).

Usualmente as partes também estabelecem que, em havendo uma condenação judicial (ou arbitral) definitiva, seja contra a empresa-alvo, seja contra o comprador, e que derive de passivos oriundos de fatos anteriores ao fechamento, poderá a empresa-alvo ou o comprador, conforme o caso, retirar da conta-garantia valor suficiente para fazer frente a tal condenação.

Decorrido o prazo de validade da conta-garantia e, não havendo demandas judiciais ou arbitrais em curso e cujos valores devam ser cobertos pela conta-garantia, libera-se o valor remanescente ali depositado ao vendedor. Importante destacar que, inobstante a liberação de eventual valor remanescente ao vendedor após decorrido o prazo de validade da conta-garantia, nada impede que o contrato principal da operação disponha que o vendedor continuará responsável por indenizar o comprador (ou a empresa-alvo) por passivos pré-fechamento sem que, contudo, haja valores já segregados para fazer frente a tais passivos.

É notório que o contrato de *escrow*, mesmo no universo das operações societária, consiste em relação jurídica estabelecida entre três figuras distintas, a saber, o depositante, o *escrow holder* e o beneficiário. Deveras, todos eles possuem interesses jurídicos e econômicos próprios e distintos, embora contribuam em

conjunto para a formação contratual, exigindo-se, para tanto, a manifestação da vontade de cada um deles em um mesmo sentido.

O depositante espera não seja necessário utilizar-se do montante por ele entregue ao *escrow holder* para acobertar as contingências eventualmente encontradas durante ou após a conclusão do negócio. O *escrow holder* pretende manter e conservar os valores entregues, exigindo a devida remuneração. O beneficiário pretende utilizar os valores *in escrow* para acobertar as contingências encontradas, embora não deseje deparar-se nessa situação.

Diz-se então, que o contrato de *escrow* possui, sempre e obrigatoriamente, caráter trilateral, face a existência desses três personagens distintos e que não podem, jamais, serem excluídos da formação dessa figura contratual. Assim o é, também, pois o contrato de *escrow*, na qualidade de trilateral, produz efeitos para todas as partes envolvidas na sua formação, conforme a aguçada observação de Caio Mário da Silva Pereira (2015, p. 60):

Cabe indicar, ainda, a figura dos contratos *plurilaterais*, que são aqueles em que entram mais de duas partes, resultando todas obrigadas. Não se confundem com aqueles em que há simplesmente pluralidade de pessoas, já que, para nós, parte do negócio jurídico tem sentido direcional. A *pluralidade de partes*, como centros autônomos, ocorre nos casos (como na constituição de uma sociedade) em que vários contratantes emitem suas vontades, cada uma representando seus próprios interesses. O contrato *plurilateral* produz efeitos que se podem diversificar em relação a cada parte, podendo ser gratuito para uma, oneroso para outra etc.

A característica da fidúcia continua predominante quando o contrato de *escrow* é utilizado no contexto das fusões e aquisições de empresas, funcionando como instrumento capaz de garantir, ao comprador, a indenização devida caso o vendedor não cumpra os termos específicos do contrato ou oculte informações ou as falsifique ou, ainda, oculte passivos que possam surgir após a conclusão do negócio ou durante o procedimento da *due diligence*. Sanjai Bhagat, Sandy Klasa e Lubomir P. Litov (2014, p. 1) parecem demonstrar maior relevo a esta peculiaridade, concluindo ser o contrato de *escrow* eficiente ferramenta de minimização dos riscos inerentes ao negócio:

When these contracts are used the bidder places a percentage of the total purchase price in an escrow account, which is held for a

negotiated period of time after the completion of the acquisition. Bidders can lay claim to the funds in the escrow account to cover their losses if the seller fails to meet specific terms of the acquisition agreement or it is found that negative information about the target was hidden from the bidder prior to the sale. We hypothesize that escrow contracts are an efficient contracting mechanism that allows buyers and sellers to manage acquisition-related transaction risk and mitigate large information asymmetry problems inherent in private firm and subsidiary acquisitions.

Os mesmos autores (BHAGAT; KLASA; LITOV, 2014, p. 6-7) reconhecem, com mais afinco, que a função dos valores depositados na *escrow account* é, precipuamente, a de garantia e a indenizatória.

When an escrow contract is included in an acquisition agreement a percentage of the total sale proceeds is placed in an escrow account, which is held for a negotiated period of time after the acquisition. The funds in the escrow account are used to cover bidder losses resulting from seller breaches of representations and warranties made to the bidder in the acquisition agreement. For instance, if after the completion of an acquisition it is found that the seller misstated in its representations and warranties the target's earnings before depreciation and amortization, the bidder firm could lay claim to some of the funds in the escrow account. Likewise, a bidder could make a claim on these funds to address purchase price adjustments, if after the acquisition it is determined that the physical condition and value of certain of the target's assets differ from what was represented by the seller. Another common reason why a bidder might make a claim on escrow account funds is if the target's working capital (i.e., accounts receivable, inventory, and other current assets) was misrepresented by the seller. Also, if the seller misstates what are the target's total liabilities, including liabilities such as environmental liabilities, pending litigation, contractual obligations related to collective bargaining agreements, or unpaid taxes due, the bidder could make a claim on some of the escrow account funds.

Cumpra asseverar que estes autores, do mesmo modo, incluem o contrato de *escrow* como importante mecanismo de *representations and warranties*, permitindo que o negócio esteja inserido em um ambiente de segurança jurídica e, bem assim, econômica.

Naturalmente, as partes elegem o *escrow holder* dentre as instituições financeiras que se disponham a participar desse tipo de contrato, de modo que estas, por exercerem as funções particulares à qualidade de *escrow holder*, fazem jus à remuneração acima mencionada. Trilhando a mesma senda, entendem Sanjai Bhagat, Sandy Klasa e Lubomir P. Litov (2014, p. 7):

When negotiating what is the percentage of the sale proceeds placed in the escrow account and how long the funds are kept in the account, the bidder and seller(s) also decide on an escrow agent and an arbitrator to resolve disputes related to bidder claims on the escrow account funds. The escrow agent is often a division of a bank holding company, such as the escrow services division of J.P. Morgan Chase. The funds placed in the escrow account are held by the escrow agent until the remaining funds are to be disbursed back to the sellers of the target, as stipulated in the escrow contract. In return for being the custodian of the funds, the escrow agent typically receives a fixed fee and earns some interest on the funds with the remainder of the interest earned on the funds going to the sellers of the target.

A imparcialidade do *escrow holder* também é circunstância presente nos contratos de *escrow* no contexto das operações societárias, de tal maneira que, surgindo conflito relativo ao destino dos valores depositados *in escrow*, este poderá ser levado à apreciação da arbitragem, sendo essa solução mais comum e recorrente na prática negocial.

Com efeito, as partes procuram, com esforço, evitar a participação do Poder Judiciário na resolução dessas lides. Contudo, é possível que o contrato de *escrow* estabeleça que as decisões tomadas através da arbitragem sejam não-vinculantes (*non-binding*), caso em que o Poder Judiciário poderá ser acionado com o intuito de resolver, definitiva e vinculativamente, a questão controvertida. A propósito, Sanjai Bhagat, Sandy Klasa e Lubomir P. Litov (2014, p. 8) pontuam:

Even though using an escrow contract can significantly reduce transaction-related litigation after deal completion, disputes may arise as to the use of the escrow account funds. When such disputes occur, parties commonly rely on the provisions of the escrow contract for arbitration. For that purpose, arbitrators used in conjunction with escrow contracts are typically hired from organizations that specialize in alternative dispute regulation (i.e., alternative to litigation in court). Examples of these organizations include the American Arbitration Association and the Judicial Arbitration and Mediation Services. These organizations typically hire arbitrators who are retired judges, attorneys, or business executives with relevant experience and expertise. In return for their services, arbitrators typically earn a fixed fee and/or a variable fee that is a percentage of the dispute value. Arbitrators' decisions relating to bidder claims on escrow account funds can be binding or non-binding, and that is written up in the escrow contract. In the case of non-binding arbitration, the arbitrator's decision could be challenged in court, which would lead to additional legal costs and to information about the dispute becoming public

information. Therefore, using binding arbitration is typically the more efficient and commonly observed approach.

Em consonância com o que se considera essencial a um contrato de *escrow*, em se tratando de operação societária, há a manutenção de incerteza em relação ao beneficiário definitivo dos valores *in escrow*.

Ora, é possível que os valores depositados na *escrow account* não sejam destinados a assegurar os passivos que aparecerem após a concretização do negócio, ou que as informações prestadas pela empresa-alvo em relação à sua real situação sejam, de fato, verdadeiras (o que, por conseguinte, não alteraria o preço do negócio), ou, ainda, que não haja condenação judicial ou arbitral decorrente dos passivos ocultados que somente surgiram após a concretização da operação. Nestes casos, os valores depositados na *escrow account* retornarão ao vendedor, pois a função de garantia restaria inócua, face à ausência de contingências as quais seriam cobertas com os referidos valores.

Do contrário, é possível que a situação acima descrita seja exatamente a inversa. Decorre, portanto, que os valores depositados na *escrow account* seriam destinados ao comprador, posto que cumpririam o escopo de garantia sendo utilizados para acobertar as contingências surgidas após a concretização da operação societária.

A indeterminação do beneficiário é reconhecida por João Tiago Morais Antunes (2007, p. 193-194) em casos semelhantes ao sobredito, apresentando, contudo, hipóteses diversas:

A primeira prende-se com o facto de não ser possível determinar quem é o depositante e o titular do crédito à restituição. Assim, em muitos contratos, pode ler-se que o comprador deposita o preço em nome e por conta do vendedor. Noutros casos, é o próprio vendedor que surge como depositante. Há casos em que as partes declaram que o comprador deposita o preço em nome e por conta própria. Outras vezes, o comprador e o vendedor surgem ambos como depositantes (depósito conjunto). Independentemente das expressões concretamente utilizadas no contrato, certo é que – como diz Ángel Carrasco Perera – a titularidade do crédito à restituição está dependente, apenas e só, da verificação ou não das contingências (condições) previstas no contrato.

A este respeito, como já se deixou antever, reconhece-se ao comprador o direito a exigir a restituição de parte ou da totalidade do preço, a título de indemnização, pela verificação de certas contingências (como a prestação de falsas informações sobre a situação económica da empresa) que venham a ocorrer antes da

verificação do facto condicionante que determina a entrega do preço ao vendedor. Neste caso, o comprador ocupa simultaneamente a posição jurídica de depositante e beneficiário do depósito. O direito a exigir o *tantudem* ao depositário *escrow* pertencerá ao vendedor, a título de cumprimento da obrigação de pagamento do preço decorrente do contrato principal, se ocorrer o facto condicionante da entrega do mesmo ao vendedor, e o comprador não tiver exercitado o direito *supra* mencionado (exigir uma indemnização pela prestação de falsas declarações sobre a situação da empresa).

Em outras palavras, a indeterminação em relação ao beneficiário, do mesmo modo, decorre da incerteza quanto à verificação do acontecimento de evento futuro e incerto a que se submete a destinação dos bens depositados na *escrow account*, é dizer, depende, em se tratando de operação societária, da verificação de contingências (falsas declarações, passivos ocultados, condenações judiciais ou arbitrais oriundas de passivos).

Obviamente, ao contrato de *escrow* utilizado no contexto das operações societárias, existe, necessariamente, um contrato subjacente, conexo, o qual figurando como principal, será o objeto da garantia ínsita aqueloutro. Em se tratando de *mergers & acquisitions* esse contrato conexo somente poderá ser referente a uma fusão ou a uma aquisição de empresas (dentre outras operações societárias).

Não poderia ser diferente, sobretudo porque o objetivo único e principal do contrato de *escrow* é a garantia de obrigações contraídas por uma das partes de uma outra relação jurídica contratual. Do contrário, o conteúdo do contrato de *escrow* restaria esvaziado e esta figura contratual despida de sentido e utilidade.

A utilização do contrato de *escrow* no âmbito das operações societárias, destarte, apresenta-se como importante ferramenta de garantia do cumprimento de obrigações contraídas no contrato principal, seja ele de fusão ou de incorporação de sociedades, conferindo às partes situação confortável quanto à segurança jurídica e econômica do negócio.

6 CONCLUSÃO

O cenário do mercado de fusão e aquisição de empresas depende para manter-se firme, dentre outros fatores, de segurança jurídica apta a fornecer aos

participantes um ambiente propício à concretização de negócios que oferecem severos riscos às companhias envolvidas, sobretudo em se tratando de operações societárias.

A assimetria das informações que circulam nesse ambiente é circunstância desmotivadora e, em grande parte dos casos, o principal fator para o fracasso de uma operação societária, seja porque omitiu-se uma informação propositadamente ou não, seja porque surgiram, ao longo da negociação, contingências insuperáveis.

Não há dúvida que as operações de *mergers & acquisitions* são frustradas em razão de contingências identificadas durante o procedimento de *due diligence* e que, na maioria dos casos, essas contingências são ocultadas ou omitidas durante a fase pré-contratual, de modo que a certeza da concretização do negócio é sempre uma incerteza.

Identificadas tais contingências através do procedimento de *due diligence*, tem-se um impasse quase insuperável e a operação societária, em razão da impossibilidade de se contornar os riscos encontrados, fracassa.

Nesse contexto, funcionalizado como instrumento de garantia das operações de fusão e aquisição de empresas, o contrato de *escrow* apresenta-se como valiosa avença para superar as contingências identificadas na *due diligence*.

Apesar de em sua gênese ter sido utilizado no mercado imobiliário, como nota-se do caso Fitch vs. Bunch, o contrato de *escrow*, sem perder os seus elementos essenciais e a sua função primordial, pode ser adaptado ao universo das operações societárias, assim como a prática negocial já percebeu.

Estabelecido o *escrow agreement* (que sempre será conexo ao contrato de fusão e aquisição), o preço exigido pelo vendedor é depositado em uma *escrow account*, aberta perante o *escrow holder*, cuja única e exclusiva função é fazer frente à possíveis passivos identificados no procedimento de *due diligence* ou que poderão aflorar nos anos seguintes à concretização do negócio.

Ora, é possível, portanto, assegurar o comprador contra toda e qualquer contingência identificada na *due diligence* ou após a concretização do negócio, a este fornecendo um ambiente mais confortável e seguro para concluir a operação societária, afinal o seu investimento estaria resguardado contra os passivos ocultos, visto que os valores *in escrow* são suficientes para cobri-los.

Ademais, o contrato de *escrow* possibilita um ajuste no preço da companhia a ser adquirida, sobretudo porque os valores *in escrow* poderão ser restituídos ao

comprador, no todo ou em parte, com o intuito de se adequar ao real valor da empresa, sopesando as contingências encontradas na *due diligence* e direcionando o restante ao vendedor, que fará jus ao exato e real preço da empresa-alvo.

Entrementes, a função indenizatória do *escrow agreement* também é reconhecida, utilizando-se dos valores depositados na *escrow account* para indenizar o comprador dos prejuízos sofridos com a concretização do negócio, como sobrelevam Sanjai Bhagat, Sandy Klasa e Lubomir P. Litov (2014).

Inobstante a ausência de disciplina jurídica no ordenamento jurídico pátrio (o que nos obriga a inserir o contrato de *escrow* na categoria jurídica de negócio fiduciário) e a pouca utilização desta figura contratual – muito embora haja um intenso movimento para tornar essa avença frequente –, o contrato de *escrow*, ainda assim, apresenta-se como o único instrumento viável e capaz de trazer segurança jurídica às operações de *mergers & acquisitions*, promovendo um ambiente favorável à concretização dessas reorganizações societárias.

7 REFERÊNCIAS

AIGLER, Ralph W. Necessity of Valid Contract to Support Escrow. **Michigan Law Review**, Michigan, v. 15, n. 7, p. 579-581, mai. 1917. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/1275430>> Acesso em: 31 de outubro de 2016.

_____. Is a Contract Necessary to Create an Effective Escrow? **Michigan Law Review**, Michigan, v. 16, n. 8, p. 569-588, jun. 1918. Disponível em: <<http://repository.law.umich.edu/articles>> Acesso em: 31 de outubro de 2016.

ANTUNES, João Tiago Moraes. **Do Contrato de Depósito Escrow**. Coimbra: Almedina, 2007.

BHAGAT, Sanjai; KLASA, Sandy; LITOV, Lubomir P. **The use of escrow contracts in acquisition agreements**. Jan. 2014. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2271394>> Acesso em: 30 de outubro de 2016.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

BRASIL. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF, 1976. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm> Acesso em: 20 de setembro de 2016.

_____. **Lei nº 10.406**, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Brasília, DF, 2002. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm> Acesso em: 12 de outubro de 2016.

_____. Tribunal Regional Federal 3ª Região. **AMS: 14 SP 0000014-60.2012.4.03.6105**, Relator: JUIZ CONVOCADO ROBERTO JEUKEN, Data de Julgamento: 08/05/2014, TERCEIRA TURMA. Disponível em: <<http://trf-3.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/25084435/apelacao-civel-ams-14-sp-0000014-6020124036105-trf3>> Acesso em: 23 de outubro de 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. CVM. Instrução nº 356 de 17 de dezembro de 2001. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. **Diário Oficial da União**. Brasília, 17 de dezembro de 2001. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst356.html>> Acesso em: 20 de outubro de 2016.

CALIFORNIA. **Financial Code**. Estado da Califórnia, 2001.

Comissão de Valores Mobiliários. **O Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

ESTADOS UNIDOS. **Securities Exchange Act of 1934**. Washington, DC: 1934.

_____. **Sarbanes-Oxley Act of 2002**. Washington, DC: 2002.

E.W.D. Escrows: Prior Contract Necessary to Constitute Escrow. **California Law Review**, California, v. 5, n. 5, p. 420-422, jul. 1917. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/3474685>> Acesso em: 30 de outubro de 2016.

FARIAS, Cristiano Chaves de; ROSENVALD, Nelson. **Curso de Direito Civil: Contratos**. 4. ed. Salvador: Juspodivm, 2014.

_____. **Curso de Direito Civil: Parte Geral e LINDB**. 11. ed. Salvador: Juspodivm, 2013.

FERREIRA, Talleh Shalkhzadeh Vahdat; CALLADO, Aldo Leonardo Cunha. Fusões e Aquisições no Brasil: Reflexões Acerca da Evolução do Volume de Transações. **Revista Pensamento Contemporâneo em Administração**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p.70-83, jun. 2015.

GOMES, Orlando. **Contratos**. 26. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro: Parte Geral**. 12. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

JÁUDENES, Rafael Garcia-Ciudad. **Declarações e Garantias**: Perfumaria Contratual ou Salvaguarda Efetiva de Interesses Contratuais? Fev. 2007. Disponível em: <<http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI35125,81042Declaracoes+e+Garantias+Perfumaria+Contratual+ou+Salvaguarda+Efetiva>> Acesso em: 5 de novembro de 2016.

MARTINS, José Ricardo de B.; CARVALHO, Rafael Villac Vicente de. **O papel da escrow account nas fusões e aquisições**. Mar. 2012. Disponível em:

<<http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI152744,51045O+papel+da+escrow+account+nas+fusoes+e+aquisicoes>> Acesso em: 11 de agosto de 2016.

MULHOLLAND, Caitlin. **As Cláusulas de Representação e Garantia e a Aplicação do Princípio da Boa-fé Objetiva nos Contratos Paritários**. In: CONPEDI. (Org.). *Direito Civil I*. 1. ed. João Pessoa: Conpedi, 2015, v. 1, p. 91-107.

MUNIZ, Ian. **Fusões e Aquisições: Aspectos Fiscais e Societários**. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil: Contratos**. Atualizadora: Caitlin Mulholland. 19. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2015.

PRADO, Roberta Nioac; PEIXOTO, Daniel Monteiro (Coords.). **Reorganizações Empresariais: Aspectos Societários e Tributários**. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 279-300.

RAUPP, Fabiano Maury; WARKEN, Ricardo Muller. Utilização da *Due Diligence* em Processos de Fusão e Aquisição. **Pensar Contábil**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 45, p. 34-40, jul/set. 2009.

ROCHA, Dinir Salvador Rios da; QUATTRINI, Larissa Teixeira (Coords.). **Direito Societário: Fusões, Aquisições, Reorganizações Societárias e Due Diligence**. São Paulo: Saraiva, 2012.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça de São Paulo. **AI: 4671629820108260000 SP 0467162-98.2010.8.26.0000**, Relator: Rebello Pinho, Data de Julgamento: 07/02/2011, 20ª Câmara de Direito Privado, Data de Publicação: 24/02/2011. Disponível em: < <http://tj-sp.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/18284593/agravo-de-instrumento-ai-4671629820108260000-sp-0467162-9820108260000> > Acesso em: 23 de outubro de 2016.

WOOD JR., T.; VASCONCELOS, F. C.; CALDAS, M. P. Fusões e Aquisições no Brasil. **RAE Executivo**, São Paulo, v. 2, n. 4, p. 41-45, jan. 2004.