

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

GRAZZIELLA MOSARELI KAYO

**A CONTA VINCULADA (ESCROW ACCOUNT) EM OPERAÇÕES DE FUSÃO E
AQUISIÇÃO: RESOLUÇÃO DE IMPASSES SOBRE LIBERAÇÃO DOS RECURSOS
DEPOSITADOS**

SÃO PAULO

2019

GRAZZIELLA MOSARELI KAYO

**A CONTA VINCULADA (ESCROW ACCOUNT) EM OPERAÇÕES DE FUSÃO E
AQUISIÇÃO: RESOLUÇÃO DE IMPASSES SOBRE LIBERAÇÃO DOS RECURSOS
DEPOSITADOS**

Dissertação apresentada à Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas como requisito para obtenção do título de mestre em Direito.

Área de concentração: Direito dos Negócios

Orientador: Prof. Dr. Mario Engler Pinto Junior

SÃO PAULO

2019

Kayo, Graziella Mosareli.

A conta vinculada (*escrow account*) em operações de fusão e aquisição : resolução de impasses sobre liberação dos recursos depositados / Graziella Mosareli Kayo. - 2019.

114 f.

Orientador: Mario Engler Pinto Junior.

Dissertação (mestrado profissional) - Fundação Getulio Vargas, Escola de Direito de São Paulo.

1. Contratos. 2. Empresas - Fusão e incorporação. 3. Depósitos (Direito). 4. Resolução de disputas (Direito). 5. Direito tributário. I. Pinto Junior, Mario Engler. II. Dissertação (mestrado profissional) - Escola de Direito de São Paulo. III. Fundação Getulio Vargas. IV. Título.

CDU 347.759

GRAZZIELLA MOSARELI KAYO

**A CONTA VINCULADA (ESCROW ACCOUNT) EM OPERAÇÕES DE FUSÃO E
AQUISIÇÃO: RESOLUÇÃO DE IMPASSES SOBRE LIBERAÇÃO DOS RECURSOS
DEPOSITADOS**

Dissertação apresentada à Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas como requisito para obtenção do título de mestre em Direito.

Área de concentração: Direito dos Negócios

Data de aprovação: 29/10/2019

Banca examinadora:

Prof. Dr. Mario Engler Pinto Junior (Orientador)
FGV Direito SP

Prof. Dr. Pedro Ricardo e Serpa
FGV Direito SP

Prof. Dr. Luís André Negrelli de Moura Azevedo
FGV Direito SP

Prof. Daniel Kalansky Ponczek
FGV Direito SP

Dedico este trabalho ao meu esposo, Gilberto, pelo apoio incondicional neste percurso.

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao Professor Mario Engler a motivação que despertou em mim desde o programa de pós-graduação *lato sensu* até o programa de Mestrado e, finalmente, a ajuda na escolha do tema e no desenvolvimento do trabalho na condição de orientador.

Sou grata aos sócios do escritório Dessimoni e Blanco Advogados, André Blanco e Alessandro Dessimoni, por sua relevante contribuição para que este projeto se concretizasse.

Talvez este trabalho não tivesse sido possível sem o apoio e a paciência de meu esposo, Gilberto, cuja dedicação à família me propiciou o tempo e a concentração tão necessários ao estudo.

Aos meus pais, sempre dispostos a me ajudar a alcançar meu crescimento pessoal e profissional, fica minha dívida de afeto.

Ao meu filho, Gustavo, minha gratidão pelo amor que me faz sentir a cada dia e que me incentiva a prosseguir.

RESUMO

O escopo do presente trabalho é investigar o uso da Conta Vinculada (ou *escrow account*) nas operações de fusão e aquisição, a partir da compreensão de suas potencialidades e limitações práticas, aprofundando ainda a reflexão sobre sua fundamentação jurídica, com o objetivo de propor aprimoramentos no desenho contratual para prevenir impasses entre as partes contratantes. Metodologicamente, o trabalho alia ampla revisão da doutrina ao exame da prática jurídica, sem perder de vista o propósito de avançar em uma questão permeável a discussões em face de flagrante lacuna jurídica. Analisam-se sua origem e definição, seu funcionamento no exterior e no Brasil, sua função de garantia na operação em questão e seu enquadramento jurídico. Estudam-se, ainda, os riscos presentes em uma operação de fusão e aquisição e os conflitos verificados após a constituição da Conta Vinculada, recomendando-se a criação de cláusulas voltadas para a solução de impasses nesse tipo de contrato. Uma vez identificadas e exploradas as deficiências inerentes à Conta Vinculada e percorrido o caminho da reflexão teórica, o trabalho apresenta alternativa de ação prática para a solução do problema diagnosticado, qual seja, a aplicação do *dispute board* nos contratos de Conta Vinculada, bem como a elaboração de cláusula que minimize o surgimento de litígios.

Palavras-chave: Contratos. Fusões e aquisições. Conta Vinculada (*escrow account*). Uso da Conta Vinculada no Brasil. Contrato *escrow*. Impasses sobre liberação de recursos das Contas Vinculadas. *Dispute board* em fusões e aquisições.

ABSTRACT

The remit of this dissertation is to analyze and critically evaluate the use of *Escrow Accounts* in mergers and acquisitions, with the view of endeavoring to understand their potentiality and limitations in practical terms. The aim is to delve deeply into their legal foundations with the purpose of improving the drafting of contracts, so that contractual impasses between contacting parties can be avoided. Methodologically speaking, this dissertation involves an all-encompassing scrutiny of the presiding legal doctrines through a closer examination of judicial practices in this area without losing sight of the central issues to be tackled in the face of a flagrant legal lacuna. This analysis will include: its history and meaning, the way in which it works in other countries as well as in Brazil, how it ensures the carrying out of an undertaking and its legal status. This dissertation will probe deeply into the pervasive risks associated with mergers and acquisitions as well as the proven legal disputes that have arisen after Escrow Accounts have been set up. Recommendations will be given on the drafting of contractual clauses that seek to resolve this kind of contractual impasse. After having identified and assessed the inherent shortcomings of Escrow Accounts as well as having given a theoretical outline of the aforementioned, the remaining part of this dissertation will involve providing different concrete measures to resolve the problems that have been identified which will be the use of *dispute boards* when setting up Escrow Accounts as well as the drafting of contractual clauses that reduce the risk of litigation.

Keywords: Contracts. Merger and acquisitions. *Escrow Account*. The use of Escrow Accounts in Brazil. *Escrow contract*. Impasses in relation to the freeing up of Escrow Account finances. *Dispute boards* in mergers and acquisitions.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Transações anunciadas em junho (2002 a 2018)	35
--	----

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Linha do tempo: responsabilidade do vendedor nos casos que abrangem os atos e fatos da empresa-alvo ocorridos até a data do fechamento	49
Figura 2 - Linha do tempo: responsabilidade do vendedor no caso de venda “porteira fechada”	49

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Esquema da formação do fundo como garantia	96
---	----

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

CAM-CCBC	Centro de Arbitragem e Mediação da Câmara do Comércio Brasil-Canadá
CARF	Conselho Administrativo de Recursos Fiscais
CBMA	Centro Brasileiro de Mediação e Arbitragem
CCI	Câmara de Comércio Internacional
CDB	<i>combined dispute board</i>
CFR	Code of Federal Regulations
CIESP/FIESP	Câmara de Conciliação, Mediação e Arbitragem
CJF	Conselho da Justiça Federal
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAB	<i>dispute adjudication board</i>
DB	<i>dispute board</i>
DBF	Dispute Board Federation
DRB	<i>dispute review board</i>
DRBF	Dispute Resolution Board Foundation
FIDIC	Fédération Internationale des Ingénieurs Conseils
ICC	International Chamber of Commerce
M&A	<i>Merger and Acquisition</i> (fusão e aquisição)
PwC	PricewaterhouseCoopers
RESPA	Real Settlement Procedures Act
UFRJ	Universidade Federal do Rio de Janeiro

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	13
1 FUNCIONAMENTO DA CONTA VINCULADA	23
1.1 A origem da Conta Vinculada na figura do contrato de depósito e proposta de definição	23
1.2 O uso da Conta Vinculada (<i>escrow account</i>) nos Estados Unidos.....	27
1.3 O uso da Conta Vinculada em operações de fusão e aquisição.....	34
2 A CONTA VINCULADA COMO GARANTIA DO CONTRATO DE COMPRA E VENDA DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA	40
2.1 O contrato de Conta Vinculada	44
2.2 Obrigações garantidas pelo contrato de Conta Vinculada.....	44
2.2.1 O preço em contratos de compra e venda de participação societária	46
2.2.2 Responsabilidades por indenizações nos contratos de compra e venda de participação societária.....	48
2.3 O contrato de Conta Vinculada como garantia do vendedor da participação societária	54
2.4 O contrato de Conta Vinculada como garantia do comprador da participação societária	56
3 ENQUADRAMENTO JURÍDICO DO CONTRATO DE CONTA VINCULADA.....	62
3.1 A Conta Vinculada e o depósito	64
3.2 A Conta Vinculada e o mandato.....	69
3.3 A Conta Vinculada e a estipulação em favor de terceiro	70
3.4 Atipicidade do contrato de Conta Vinculada.....	72
4 IMPASSE PARA A LIBERAÇÃO DOS RECURSOS NA CONTA VINCULADA.....	75
4.1 O <i>dispute board</i> e sua origem.....	80
4.2 Os fundamentos dos <i>dispute boards</i>	82
4.3 As modalidades de <i>dispute board</i>	83
4.4 A cláusula de <i>dispute board</i> no contrato de Conta Vinculada	87
CONCLUSÃO.....	91
REFERÊNCIAS	97

ANEXO - Consulta ao Banco Central do Brasil sobre a regulamentação da Conta Vinculada	103
APÊNDICES	106
APÊNDICE A - Modelo de cláusula de procedimento para notificação no caso de indenização	106
APÊNDICE B - Modelo de cláusula de preço com <i>holdback</i> e Conta Vinculada	107
APÊNDICE C - Modelo de cláusula de preço com <i>earnout</i>	108
APÊNDICE D - Modelo de cláusula quanto à indisponibilidade da Conta Vinculada.....	109
APÊNDICE E - Modelo de cláusula de Conta Vinculada sobre liberações parciais	110
APÊNDICE F - Modelo de cláusula que trata da falta da notificação do comprador ao vendedor e a responsabilidade de indenização pelo vendedor	112
APÊNDICE G - Modelo de cláusula padrão de <i>dispute board</i> recomendada para um contrato de Conta Vinculada	113

INTRODUÇÃO

Este trabalho pretende abordar o contexto prático e a fundamentação jurídica da Conta Vinculada (*escrow account*) em operações de fusão e aquisição com foco na resolução dos impasses sobre a liberação dos recursos depositados.

Diante da ausência de regulamentação das Contas Vinculadas no Brasil e, ao mesmo tempo, de seu uso frequente nas operações de fusão e aquisição, os agentes envolvidos nas transações frequentemente se veem às voltas com desafios de efeito prático e jurídico, que, não raro, resultam em embaraços na liberação dos recursos depositados nessas contas. Para avançar na solução dos problemas provocados por essa situação, esta pesquisa debruçou-se sobre alternativas que podem ser aplicadas aos contratos de Conta Vinculada, tornando eficiente o processo de liberação dos recursos para as partes contratantes.

O Brasil tem vivenciado, desde 1990, um considerável aumento da quantidade de operações de reorganização societária, que, genericamente denominadas “fusões e aquisições”, vêm desempenhando papel crescente na economia brasileira. Essa circunstância e o novo contexto econômico, por si sós, justificam a busca de entendimento e o estudo do funcionamento das fusões e aquisições no país.¹

Tais operações envolvem transações de compra e venda de participação societária por meio de diversos modelos jurídicos. O fato de muitas delas envolverem empresas estrangeiras, aliado à existência de flagrante lacuna legislativa no Brasil acerca do tema, levou à importação da estrutura contratual do modelo anglo-saxão e, principalmente, do americano, tendo em vista o amadurecimento jurídico dessas operações na Inglaterra e nos Estados Unidos.

Com isso, buscou-se traduzir para a realidade brasileira o conjunto de contratos que usualmente embasam as operações de fusão e aquisição, mas que, até hoje, pela autorregulação que o direito societário sempre mostrou, a legislação e a jurisprudência ainda não foram capazes de disciplinar. Um desses contratos é o denominado *escrow agreement* ou contrato de Conta Vinculada, ou, ainda, contrato de depósito em garantia — objeto deste trabalho. Aqui, será adotada a denominação “contrato de Conta Vinculada”.²

¹ TANURE, Betania; CANÇADO, Vera L. Fusões e aquisições: aprendendo a experiência brasileira. **Revista de Administração de Empresas – RAE**, v. 45, n. 2, p. 10-22, abr./jun. 2005, p. 11. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75902005000200002>. Disponível em: <https://rae.fgv.br/rae/vol45-num2-2005/fusoes-aquisicoes-aprendendo-com-experiencia-brasileira>. Acesso em: 28 jan. 2019.

² Optou-se por grafar “Conta Vinculada”, com iniciais maiúsculas, para conferir destaque ao objeto deste trabalho. É importante ressaltar também que informalmente se utiliza a expressão “conta *escrow*” quando os valores nela depositados têm por finalidade a garantia de contingências; todavia, neste trabalho, será utilizado o termo “Conta Vinculada” para tratar de qualquer conta que receba recursos para garantia das operações de fusão e aquisição, inclusive quando utilizada para garantir o vendedor nos casos em que há cláusula de *earnout* ou de *holdback*.

Embora nas operações de fusão e aquisição algumas modalidades de garantia sejam utilizadas tanto para o comprador como para o vendedor — como a retenção de parcelas vincendas, o penhor³ das quotas ou ações objeto da transação, a fiança,⁴ a hipoteca, o seguro de crédito⁵ e as obrigações de fazer e não fazer (*covenants*)⁶ —, o que se aborda com profundidade neste trabalho é a utilização da Conta Vinculada como garantia para o comprador e para o vendedor nas operações de fusão e aquisição.

O contrato de Conta Vinculada em operações de fusão e aquisição é um instrumento acessório à transação de compra e venda de participações societárias, cujas partes são o comprador da sociedade-alvo, o vendedor e um terceiro, este estranho à relação de compra e venda da empresa (geralmente uma instituição bancária). A este último caberá a função de ser o depositário da quantia retida do preço — por meio de uma Conta Vinculada (conta de garantia), por determinado lapso temporal —, cuja liberação ao vendedor ou ao comprador estará sujeita a determinadas condições.

A função de garantia da Conta Vinculada para o comprador se evidencia na medida em que há a retenção de parte do preço com o depósito em uma Conta Vinculada como garantia da obrigação de indenizar por contingências materializadas de responsabilidade do vendedor.

Por outro lado, a Conta Vinculada, com função de garantia, é utilizada nas seguintes situações: (i) quando há retenção de parte do preço e essa parcela é depositada em uma Conta Vinculada, ficando sua liberação condicionada ao ajuste do preço da sociedade após o fechamento da operação⁷ (*holdback*); e (ii) quando há o depósito de parte do preço em uma Conta Vinculada como garantia de parcela variável do preço com base no desempenho dos resultados da empresa após o fechamento da transação (*earnout*).

³ Código Civil, art. 1.431. “Constitui-se o penhor pela transferência efetiva da posse que, em garantia do débito ao credor ou a quem o represente, faz o devedor, ou alguém por ele, de uma coisa móvel, suscetível de alienação. Parágrafo único. No penhor rural, industrial, mercantil e de veículos, as coisas empenhadas continuam em poder do devedor, que as deve guardar e conservar.”

⁴ Os artigos 818 e seguintes do Código Civil disciplinam o contrato de fiança — sempre por escrito. É aquele em que uma pessoa garante satisfazer ao credor uma obrigação assumida pelo devedor, caso este não a cumpra.

⁵ Sobre o tema, Sérgio Botrel assevera que, no seguro de crédito, a entidade que assegura o cumprimento da obrigação realiza uma promessa de pagamento em nome próprio e responde por dívida própria (BOTREL, Sérgio. **Fusões e aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 292).

⁶ Nas operações em que o pagamento do preço é diferido, o vendedor poderá pactuar com o comprador determinadas obrigações que minimizem o risco de o vendedor deixar de receber o preço — por exemplo: estabelecer que a sociedade não poderá ultrapassar determinado nível de endividamento até o pagamento integral do preço, que a companhia deverá manter determinado patamar de margem de EBITDA sob pena do vencimento antecipado cumulado com multa.

⁷ Vide página 44, seção 2.2 “Obrigações garantidas pelo contrato de Conta Vinculada”, que trata das operações de fusões e aquisições em que a assinatura do contrato (*signing*) e o fechamento da operação (*closing*), ocorrem em conjunto ou separadamente (em momentos diferentes).

Sob esse aspecto, uma pesquisa realizada pela Deloitte em 2015,⁸ com 87 executivos do mundo inteiro que realizaram atividades de fusão e aquisição no Brasil entre os anos de 2012 e 2014, demonstrou que 51% dos entrevistados consideram a *escrow account*, com manutenção dos recursos até a prescrição do risco, uma ferramenta mitigadora de risco tributário nas operações de fusão e aquisição no Brasil.

Na prática, o que se nota é que, na data do fechamento do negócio, o comprador deposita na referida Conta Vinculada o valor retido do preço, sendo as regras de liberação dos recursos definidas entre comprador e vendedor. Normalmente se estabelece um prazo mínimo de permanência dos valores em conta,⁹ com liberações parciais ao vendedor ao longo desse período desde que, nas datas acordadas, não tenha ocorrido nenhuma contingência ou passivo de responsabilidade do vendedor e que o comprador e o vendedor assinem, em conjunto, uma notificação à instituição bancária em que se autorize a liberação dos recursos.

A exigência do consentimento das duas partes talvez seja a grande desvantagem quanto à utilização da Conta Vinculada da forma como o mercado vem fazendo atualmente, isto é, sem estabelecer com precisão cláusulas de solução de eventuais impasses. Quando uma das partes deixa de assinar a notificação ao banco, instala-se o conflito.

Diante desse problema, o presente trabalho se propõe a apresentar alternativas de solução de impasses nos contratos de Conta Vinculada, por meio da definição de cláusulas contratuais que criem etapas de tentativa de resolução das questões a fim de que o conflito não precise ser levado diretamente à arbitragem ou ao Judiciário.

Assim, além de propor uma reflexão sobre o uso da Conta Vinculada e resgatar o seu referencial teórico-normativo no Brasil, o presente estudo tem por objetivo demonstrar aos operadores do direito e às partes envolvidas em contratos de Conta Vinculada que é possível trazer mais eficiência à aplicação desses contratos, sem remeter ao Judiciário ou à arbitragem todo e qualquer conflito entre as partes, independentemente de seu valor, como ocorre hoje.

Com esses objetivos em vista, serão abordadas as seguintes questões:

⁸ DELOITTE. Equipe de Strategy, Brand & Marketing (coord.). **Pesquisa de integração Brasil 2015**: entendendo os desafios para maximizar o investimento em M&A. 2015, p. 14. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/br/Documents/mergers-acquisitions/Pesquisa-de-Integracao-Brasil-2015.pdf>. Acesso em: 22 jun. 2019.

⁹ Como no Brasil o prazo prescricional de contingências tributárias e a maioria dos direitos trabalhistas é de cinco anos, geralmente o valor retido fica na Conta Vinculada por cinco anos, exceto se houver alguma contingência em andamento sem conclusão do processo, sendo que, nesse caso, o valor somente será liberado após o trânsito em julgado do processo.

- Em que consiste a prática jurídica da Conta Vinculada no Brasil em operações de fusão e aquisição? Para que serve? Como funciona?
- Qual é o campo de aplicação da Conta Vinculada? Em que contextos é utilizada? Com que finalidade?
- Quais as soluções usualmente adotadas quando da formalização da Conta Vinculada e suas variações?
- É possível importar a *escrow account* americana para o Brasil por meio da Conta Vinculada oferecida pelas instituições bancárias em operações de fusão e aquisição?
- Qual é a legislação aplicável e qual é o regime jurídico da Conta Vinculada?
- Qual é a diferença quanto à utilização da Conta Vinculada como garantia para o comprador e como garantia para o vendedor em uma operação de fusão e aquisição?
- Qual é o principal desafio operacional encontrado na utilização da Conta Vinculada em operações de fusão e aquisição?
- Quais são os conflitos entre as partes de um contrato de compra e venda de participação societária que podem impedir a liberação dos recursos depositados na Conta Vinculada?
- Qual é a relevância de o contrato de Conta Vinculada conter uma cláusula de solução de impasses no tocante à liberação dos recursos depositados?
- Em que medida é possível a aplicação do *dispute board* para a solução de impasses em um contrato de Conta Vinculada?

O estudo da Conta Vinculada é relevante e oportuno, uma vez que esse é um instrumento de garantia utilizado nas operações de fusão e aquisição ainda pouco estudado no Brasil. Sem nenhuma regulamentação e grandemente influenciado pelos instrumentos contratuais utilizados, sobretudo, nos Estados Unidos, merece análise detida, dado que os modelos estrangeiros sofrem alterações quando importados para o ambiente jurídico brasileiro.

Similarmente relevante é a identificação dos riscos encontrados por operadores do direito, assessores financeiros, instituições bancárias e especialistas em fusões e aquisições no tocante ao uso da Conta Vinculada nesse tipo de operação no Brasil, especialmente por duas razões: (i) as Contas Vinculadas devem ser abertas em nome do comprador, do vendedor ou da empresa-alvo, pois não há no Brasil a possibilidade de abrir a Conta Vinculada em nome da instituição bancária, como nos Estados Unidos, com a figura do *escrow agent*. Essa formatação da Conta Vinculada traz o risco de que obrigações exclusivamente do titular da conta afetem os recursos nela depositados (por exemplo: bloqueios pelo sistema BacenJud) e, com isso, os

recursos, que deveriam ter uma destinação certa, fiquem indisponíveis; e (ii) impasses entre as partes surgidos após a constituição da Conta Vinculada podem impedir a liberação dos recursos conforme cronograma ou previsão contratual.

Assim, o interesse pelo estudo do tema surgiu, principalmente, da constatação, na prática, de que, embora esse tipo de conta seja utilizado como uma garantia líquida e eficaz para as partes, às quais se assegura que os valores serão guardados e liberados conforme previsão contratual, muitas vezes, em razão de conflitos entre elas, os valores não são liberados de acordo com o calendário, chegando a ficar retidos por anos, até que o impasse seja resolvido por uma decisão arbitral ou judicial. O objetivo primordial deste estudo é, portanto, pesquisar cláusulas alternativas de solução de impasses que minimizem esse risco, bem como demonstrar aos agentes envolvidos em uma operação de fusão e aquisição a importância de haver esse tipo de cláusula em um contrato de Conta Vinculada.

Por se tratar de uma pesquisa jurídica de cunho profissional, o formato do trabalho não seguiu o modelo dos estudos puramente dogmáticos, em que se privilegia a abordagem conceitual, circunscrita ao campo jurídico, sem estabelecer relação com outras disciplinas,¹⁰ com o conhecimento e com a realidade prática ou os problemas concretos.

Por outro lado, este trabalho se vale de uma estrutura doutrinária ampla, com abrangência da prática jurídica em um contexto da realidade concreta,¹¹ sem perder de vista a consulta rigorosa aos fundamentos e às fontes do direito — como a legislação, as decisões judiciais e os textos doutrinários.

Com o propósito de elaborar um trabalho que seja, ao mesmo tempo, uma contribuição de cunho teórico e uma proposta de intervenção na prática jurídica, especialmente pela escassez de material doutrinário clássico que trate diretamente do tema (Conta Vinculada), a metodologia da pesquisa exploratória, com a reflexão sobre as práticas jurídicas, foi combinada com o modelo de resolução de problemas práticos.

A opção de associar dois modelos de pesquisa se deu, inicialmente, em razão da ausência de material teórico sobre o tema no Brasil e, portanto, devido à identificação de uma necessidade de descrição da prática negocial da Conta Vinculada, bem como de seu campo de aplicação e das soluções usualmente adotadas nas operações de fusão e aquisição.

O modelo exploratório com reflexão sobre as práticas jurídicas, de acordo com as lições de Mario Engler Pinto Junior, deve cumprir essencialmente quatro etapas básicas:

¹⁰ PINTO JUNIOR, Mario Engler. Pesquisa jurídica no mestrado profissional. **Revista Direito GV**, v. 14, n. 1, p. 27-48, jan./abr. 2018, p. 31.

¹¹ *Ibidem*, p. 32.

(i) apreensão da realidade e contextualização fática (funcionamento do mundo real e práticas usualmente adotadas); (ii) reflexão jurídica com proposta de posicionamento hermenêutico (enquadramento jurídico e questões sensíveis); (iii) análise e avaliação crítica da situação (pontos fortes e pontos fracos; principais riscos); (iv) recomendações de conduta ou ação prática (como agir e com que cautelas).¹²

A apreensão da realidade e a contextualização fática serão demonstradas por meio da descrição do funcionamento e da utilização de uma Conta Vinculada no Brasil, nas operações de fusão e aquisição, revelando em que medida a utilização desse instrumento nos Estados Unidos repercutiu no modelo brasileiro.

O enquadramento jurídico e as questões sensíveis são explorados por meio da identificação da natureza jurídica da Conta Vinculada pelo prisma da legislação brasileira, especialmente porque o contrato de Conta Vinculada não está tipificado no Código Civil, o que torna necessário percorrer alguns institutos antes de concluir pelo enquadramento jurídico mais adequado.

Deve-se frisar a importância da aplicação do modelo exploratório com reflexão sobre as práticas jurídicas neste trabalho, pois o posicionamento e o fundamento jurídico abordados terão como utilidade a reflexão prática das propostas apresentadas, sem que a reflexão jurídica deixe de ter conexão com a conclusão e a recomendação de ação prática juridicamente embasada.

Sob esse aspecto, é importante mencionar que o processo de enquadramento jurídico tem papel fundamental na determinação dos efeitos jurídicos produzidos por dado negócio jurídico — no caso, um contrato celebrado entre partes —, que costuma dar-se mediante a comparação do fato com o modelo previsto em lei, mas que não deve ocorrer de forma mecânica e singela, com a simples comparação do fato com a previsão normativa para a obtenção do enquadramento. Por outro lado, a qualificação jurídica dos contratos deve transitar pelas situações concretas da atividade das partes além do significado normativo de sua aplicação.¹³

Ao tratar da recomendação de ação prática, este trabalho começará por demonstrar os pontos fortes e fracos desse tipo de conta: em que medida a Conta Vinculada contribui positivamente para que as transações de fusão e aquisição ocorram em maior número e, ainda, com menor risco para as partes; e, por outro lado, quais são as deficiências de operacionalização

¹² PINTO JUNIOR, Mario Engler. Op. cit., p. 34.

¹³ KONDER, Carlos Nelson. Qualificação e coligação contratual. **Revista Forense**. Rio de Janeiro, v. 406, p. 55-86, nov./dez. 2009, p. 55-57.

no tocante à manutenção da referida Conta Vinculada no Brasil, especialmente o risco dos impasses que impedem a liberação dos recursos depositados.

No desenvolvimento do trabalho, além do modelo de reflexão sobre as práticas negociais, optou-se pela adoção da metodologia de resolução de problema prático. Na busca de solução de um problema com densidade jurídica e relevância prática, delinear-se-iam caminhos para orientar a ação de profissionais do direito¹⁴ quanto à utilização da Conta Vinculada e aos problemas oriundos dos conflitos atinentes à liberação dos recursos depositados.

Com isso, além da descrição da prática negocial, do campo de aplicação e da solução usualmente adotada nas Contas Vinculadas em operações de fusão e aquisição, será abordado em especial um dos seus principais desafios operacionais: o risco de impasses no tocante à liberação dos recursos depositados. Assim, identificadas e exploradas as deficiências inerentes à Conta Vinculada e percorrido o caminho da reflexão teórica, apresentar-se-á uma recomendação de ação prática com contornos de aplicação de comandos legais para a abordagem desse risco, propondo-se um meio de mitigá-lo, qual seja, uma cláusula de solução de impasses.

Ainda em relação à metodologia adotada neste trabalho, de forma complementar à metodologia doutrinária, menos central, mas essencial para o desenvolvimento do estudo, foi empregada a pesquisa empírica qualitativa.¹⁵ O objetivo desse passo foi aprofundar a reflexão sobre a prática jurídica, em conjunto com a doutrina, baseada na experiência adquirida em casos concretos, com a participação na condição de advogada, bem como em entrevistas com especialistas no tema e com pessoas que fazem uso da Conta Vinculada em operações de fusão e aquisição.

Como advogada atuante na área societária desde 2004, em escritório de advocacia que assessora empresários em operações de fusão e aquisição, a pesquisadora possui familiaridade com o tema objeto deste trabalho, bem como acesso a informações e envolvimento pessoal em casos práticos que refletem a criação e manutenção das contas *escrow*.

¹⁴ PINTO JUNIOR, Mario Engler. Op. cit.

¹⁵ “A palavra ‘empírico’ denota evidência sobre o mundo baseada em observação ou experiência. Essa evidência pode ser numérica (quantitativa) ou não numérica (qualitativa); nenhuma é mais ‘empírica’ que a outra. O que faz uma pesquisa ser empírica é que seja baseada em observações do mundo — em outras palavras, dados, o que é apenas um termo para designar fatos sobre o mundo. Esses fatos podem ser históricos ou contemporâneos, ou baseados em legislação ou jurisprudência, ou ser resultado de entrevistas ou pesquisas, ou resultados de pesquisas auxiliares arquivísticas ou de coletas de dados primários. Os dados podem ser precisos ou vagos, relativamente certos ou muito incertos, diretamente observados ou conseguidos indiretamente; podem ser antropológicos, interpretativos, sociológicos, econômicos, jurídicos, políticos, biológicos, físicos ou naturais. Desde que os fatos estejam de alguma maneira relacionados ao mundo, eles são dados, e, contanto que a pesquisa envolva dados que são observados ou desejados, ela é empírica.” (EPSTEIN, Lee; KING, Gary. **Pesquisa empírica em direito**. Tradução Fábio Morosini et al. São Paulo: Direito GV, 2013. [Coleção “Acadêmica Livre”], p. 12).

Além de participar na elaboração de minutas que envolvem uma transação de compra e venda de participação societária, especificamente o contrato de Conta Vinculada, a pesquisadora atua no assessoramento de clientes que possuem recursos depositados em Conta Vinculada e se engajam em discussões sobre parte do saldo da conta que está retida devido ao surgimento, após o fechamento da transação, de contingências cuja responsabilidade o comprador entende ser do vendedor e vice-versa, ou, ainda, em discussões relacionadas a ajuste de preço quando a Conta Vinculada tem essa finalidade.

Nesse sentido, a escolha do tema foi norteada principalmente pela identificação da ausência de cláusulas nos contratos de Conta Vinculada e nos contratos de compra e venda de participação societária que mitigassem o adiamento da liberação de recursos depositados nessas Contas Vinculadas, em geral em decorrência de conflitos de entendimento entre as partes sobre o valor a ser liberado e a destinação dos recursos.

A experiência com o patrocínio em casos de fusão e aquisição com utilização de Conta Vinculada permitiu perceber que, quando das tratativas dos contratos que envolvem esse tipo de operação, a preocupação se volta para as principais cláusulas do contrato de compra e venda de participação societária sem que seja depositado esforço na busca de cláusulas no contrato da Conta Vinculada, estas voltadas para os problemas práticos que ocorrem após o fechamento da operação.

As experiências relatadas, bem como outras do cotidiano, ensejaram a reflexão sobre o estudo desse tipo de conta com o intuito de apresentar os aspectos jurídicos que permeiam essa relação jurídica e de propor soluções que possam minimizar os problemas encontrados durante sua manutenção.

Para que se alcance o objetivo de não realizar uma análise apenas da teoria e da dogmática jurídica por meio, exclusivamente, das fontes formais do direito, também se evidenciará o conhecimento da realidade concreta por meio da compreensão, organização e avaliação de aspectos externos ao direito. Para tanto, será utilizada a análise de casos práticos como fonte de informação e comprovação de que o modelo hoje adotado pelos atores da relação jurídica da Conta Vinculada ainda encontra obstáculos a transpor.

Nesse sentido, foi feita uma pesquisa de campo por meio de entrevistas com profissionais detentores de experiência aprofundada no tema objeto deste trabalho, tanto os que atuam como advogados e enfrentam, na prática, as questões suscitadas pelos contratos que envolvem as Contas Vinculadas como os que as estruturam, além de administrá-las, ou seja, os atores das instituições financeiras que oferecem o produto Conta Vinculada.

O primeiro entrevistado foi o advogado Ricardo Madrona Saes,¹⁶ formado pela Pontifícia Universidade Católica de Campinas (1994), com especialização em Direito Empresarial pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (1996) e mestrado em Direito Empresarial pela Fundação Getúlio Vargas (2015). Atualmente, é sócio do escritório Madrona Advogados e vem atuando em operações de fusão e aquisição, direito societário, contratos, planejamento sucessório e arbitragem. Integra a lista de árbitros das Câmaras da Fundação Getúlio Vargas e da Federação das Indústrias do Estado do Paraná, atua como árbitro na Câmara da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo e é membro da Câmara Brasileira de Arbitragem e do Instituto Brasileiro de Relações com Investidores.

Ricardo Madrona Saes também é professor da disciplina Fusões e Aquisições no curso de pós-graduação e no Global Law Program da GVLaw, tendo sido professor em MBA da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (Fipecafi), em conjunto com o Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI), na disciplina Legislação Societária e Mercado de Capitais, entre 2001 e 2011. Como advogado, é reconhecido por sua *expertise* ao lidar com M&A (fusões e aquisições), reestruturações societárias e *joint ventures*, sendo altamente especializado em operações de fusão e aquisição.¹⁷

A segunda entrevistada, profissional muito experiente em administrar e estruturar Contas Vinculadas em operações de fusão e aquisição e, ainda, em *Project Finance*, chama-se Karla Fernandes. Graduada em engenharia elétrica pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), trabalhou no JPMorgan Chase em diversas posições/áreas, de Finanças a Tesouraria e Banco de Investimento. Desenvolveu, no Brasil, a área de *Corporate Trust* no JPMorgan (2002). Ingressou no Deutsche Bank em 2007 como chefe de vendas de *Corporate Trust Brazil*; em 2014 e 2015, foi responsável pelo setor de Vendas em todos os países da América Latina. Desde outubro de 2016, é diretora da área de *Capital Markets Services Brazil* na TMF Group.

Karla Fernandes participou de grandes projetos que envolveram a utilização de contas vinculadas, a saber: (i) a venda do BIC Banco para o China Construction Bank;¹⁸ (ii) o primeiro

¹⁶ MADRONA Advogados. **Ricardo Madrona**. Disponível em: <http://www.madronalaw.com.br/#equipe>. Acesso em: 18 set. 2018.

¹⁷ MADRONA Advogados. **Madrona Advogados e seus sócios são recomendados pelo Chambers & Partners Latin America 2018**. Disponível em: <https://www.madronalaw.com.br/news/chambers-2018>. Acesso em: 18 set. 2018.

¹⁸ A compra do BIC Banco pelo CCB (China Construction Bank) ocorreu em dezembro de 2015. A operação envolveu o valor de R\$ 1,6 bilhão por 72% (setenta e dois por cento) do capital social do BIC Banco, todo o capital do controlador (o grupo Bezerra de Menezes), e contou com uma parcela do preço em garantia, que foi depositada em uma Conta Vinculada. (BANCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A. **Editais de oferta pública unificada de aquisição de ações ordinárias e preferenciais de emissão de Banco Industrial e Comercial S.A.** São Paulo, 27 ago. 2015. Disponível em: http://www.br.ccb.com/media/Investidores/Editais_da_OPA_BICBANCO_270815.pdf. Acesso em: 13 maio 2019).

investimento da Sephora no Brasil através da compra da Sack's;¹⁹ e (iii) a compra da GRV Solutions pela Cetip – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos.²⁰

O terceiro entrevistado é o advogado Pedro Henrique Jardim, sócio do escritório de advocacia Machado Meyer, Sendacz e Opice Advogados, especialista em financiamento de projetos de infraestrutura e recursos naturais, formado pela Universidade de São Paulo (2004), com pós-graduação em Direito Empresarial pela Fundação Getulio Vargas (2009) e Mestrado (LLM) em Mineral Law and Policy pela University of Dundee, Escócia (2011).

Sem prejuízo da experiência fornecida pelas entrevistas, também se utilizou como fonte a pesquisa legislativa, tendo em vista que os fundamentos a serem apresentados para o suporte do estudo do tema necessitam de embasamento legal. Isso se mostra relevante pela própria característica do sistema jurídico brasileiro (*civil law*), em que se busca, mesmo que de forma analógica, no texto legal a fundamentação de argumentos jurídicos.

Não se pode deixar de buscar nas fontes bibliográficas, nos meios documentais e jurisprudenciais nacionais e estrangeiros, um norte de pesquisa. A visão dos juristas e magistrados sobre o tema não só contribui para consolidar determinados pontos do trabalho como, em certos momentos, traz aspectos a rebater, especialmente no tocante ao enquadramento jurídico da Conta Vinculada.

¹⁹ A operação ocorreu em julho de 2010, quando a LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton adquiriu a Sack's, principal loja online de produtos de beleza de prestígio no Brasil e na América Latina. (SEPHORA. **Sobre a Sephora**. [S.d.]. Disponível em: <https://www.sephora.com.br/institucional/sobre-a-sephora>. Acesso em: 15 nov. 2018).

²⁰ Em 29 de dezembro de 2010, a Cetip adquiriu 100% do capital da GRV Solutions (GRV). A operação envolveu o montante de R\$ 2 bilhões: (i) R\$ 1 bilhão desembolsado à vista na data de fechamento da transação, dos quais R\$ 900 milhões foram obtidos mediante a distribuição pública de debêntures, com esforços restritos de colocação; (ii) R\$ 555 milhões em 3 prestações iguais, corrigidas por IGP-M + 2,0% a.a., vincendas em dezembro/2011, dezembro/2012 e maio/2013; e (iii) R\$ 445 milhões com emissão de 23.485.202 ações ordinárias da Cetip avaliadas com base no preço médio ponderado pelo volume ao longo dos pregões entre 15 de outubro de 2010, inclusive, e 29 de novembro de 2010, inclusive. Em 29 de dezembro de 2010, a aquisição foi aprovada em assembleia geral extraordinária com dois terços de aprovação por parte dos acionistas da companhia. (CETIP. **CETIP dobra de tamanho com aquisição da GRV solutions**. Rio de Janeiro, 29 mar. 2011. Disponível em: http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/3294/CTIP3_ER4T10_20101231_pt%20%283%29.pdf. Acesso em: 09 jan. 2019).

1 FUNCIONAMENTO DA CONTA VINCULADA

O objetivo deste capítulo é descrever o funcionamento, a utilidade e a finalidade da Conta Vinculada no Brasil em operações de fusão e aquisição. Inicialmente, estuda-se sua origem e definição, bem como a influência da aplicação das *escrow accounts* americanas no Brasil. Por fim, analisa-se o formato do modelo atualmente empregado pelas instituições financeiras e pelos operadores do direito em operações de fusão e aquisição.

Para tanto, o capítulo estará centrado em dar resposta às seguintes perguntas:

- O que é uma Conta Vinculada?
- Em que medida a origem da Conta Vinculada americana influenciou o formato atualmente empregado no Brasil?
- Por que usar uma Conta Vinculada em uma operação de fusão e aquisição?
- Quais as dificuldades operacionais enfrentadas pelas partes quando da utilização da Conta Vinculada em operações de fusão e aquisição?

1.1 A origem da Conta Vinculada na figura do contrato de depósito e proposta de definição

A Conta Vinculada teve sua origem nos países de raiz jurídica no sistema de *common law*, por meio do contrato de depósito. Consistia em entregar a um terceiro, de forma confidencial, bens de valores vultosos, em garantia ao cumprimento de certas obrigações, comprometendo-se o terceiro a guardá-los até a verificação, ou não, de determinada condição.²¹

O contrato de depósito com função de garantia passa a ser explorado na prática negocial dos países de *common law*,²² especialmente nos Estados Unidos e na Inglaterra, como uma

²¹ ANTUNES, João Tiago Morais. **Do contrato de depósito *escrow***. Coimbra: Almedina, 2007, p. 293. A este respeito, João Tiago Moraes Antunes assevera: “O contrato de depósito surgiu no comércio jurídico para satisfazer uma necessidade prática de custódia-conservação de uma determinada coisa no interesse de outrem. Todavia, com a evolução dos tempos, o depósito foi sendo aproveitado para outras finalidades, nomeadamente de garantia, como é o caso paradigmático do ‘depósito com funções de garantia’ ou ‘depósito fiduciário’.” (Ibidem, p. 293).

²² *Common Law* é um sistema em que geralmente o direito não é codificado, normatizado. Isso significa que não existe uma compilação abrangente de regras legais e estatutos. Embora o direito comum se baseie em alguns estatutos dispersos, que são decisões legislativas, é amplamente baseado em precedentes, ou seja, as decisões judiciais que já foram tomadas em casos semelhantes. Esses precedentes são mantidos ao longo do tempo por meio dos registros dos tribunais, bem como são historicamente documentados em coleções de jurisprudência conhecidas como anuários e relatórios. Os precedentes a serem aplicados na decisão de cada novo caso são determinados pelo juiz presidente. Como resultado, os juízes têm um papel enorme na formação da lei americana e da lei britânica. O direito comum funciona como um sistema contraditório, uma disputa entre duas partes opostas perante um juiz

alternativa de garantia mediante a transferência de um bem a um terceiro de confiança que realizava sua guarda e conservação até que o referido bem fosse liberado.

A utilização dos contratos de depósito com função de garantia logo ganhou espaço nos países de *civil law*,²³ como Portugal, França, Espanha, Itália e Brasil, especialmente porque os agentes econômicos identificaram que tal contrato poderia ser uma alternativa às garantias reais, em geral revestidas de certo formalismo e burocracia que a modalidade contratual do depósito com função de garantia não possuía.

Em 1937, houve a primeira decisão da Corte di Cassazione, na Itália, a esse respeito, ao tratar do depósito com funções de garantia, bem como foi acesa a polêmica doutrinária sobre a natureza jurídica do contrato de depósito quando utilizado com função de custódia e garantia. Essa discussão teve como foco a responsabilidade das partes e a importância do devido enquadramento jurídico quando há o inadimplemento do depositário.²⁴

Tanto nos países de *common law* como nos países de *civil law*, a expressão *escrow* é utilizada, em sentido amplo, para caracterizar o depósito com função de garantia. Em sentido estrito, tal expressão é definida como um documento escrito (*scriptum, escroue*), confidencial, eventualmente selado, que prova a existência de obrigações entre duas ou mais pessoas, sendo confiado em garantia a um terceiro — o depositário *escrow* —, que, por sua vez, se compromete a restituí-lo ao depositante ou a entregá-lo a outrem (beneficiário), em função da verificação ou não de determinada condição ou do cumprimento por parte deste de determinada obrigação.²⁵

Nos Estados Unidos, o termo *escrow*, na origem, era empregado apenas no setor imobiliário; posteriormente, passou a ser utilizado também em contratos com a finalidade de realizar depósito em dinheiro para garantia. Assim, o que passou a distinguir esse tipo de depósito foi o fato de as partes estabelecerem uma condição para a liberação dos recursos.²⁶

que modera. (THE ROBBINS COLLECTION. **The Common Law and Civil Law Traditions**. School of Law (Boalt Hall), University of California at Berkeley. Disponível em: <https://www.law.berkeley.edu/wpcontent/uploads/2017/11/CommonLawCivilLawTraditions.pdf>. Acesso em: 8 dez. 2018).

²³ *Civil law* é um sistema codificado. Os países com sistemas de direito civil têm códigos jurídicos abrangentes e continuamente atualizados que especificam todas as questões suscetíveis de serem apresentadas perante um tribunal, o procedimento aplicável e a punição apropriada para cada delito. Tais códigos fazem a distinção entre diferentes categorias de lei: o direito substantivo estabelece quais atos estão sujeitos a processo criminal ou civil, o direito processual estabelece como determinar se uma ação constitui ato criminoso e a lei penal estabelece a penalidade apropriada. Em um sistema de direito civil, o papel do juiz é estabelecer os fatos do caso e aplicar as disposições do código aplicável. Embora o juiz muitas vezes traga as acusações formais, investigue o assunto e decida sobre o caso, ele ou ela trabalha dentro de uma estrutura estabelecida por um conjunto abrangente e codificado de leis. A decisão do juiz é, conseqüentemente, menos crucial na definição da lei civil do que as decisões dos legisladores e juristas que redigem e interpretam os códigos. (THE ROBBINS COLLECTION. Op. cit.).

²⁴ ANTUNES, João Tiago Morais. Op. cit., p. 12.

²⁵ Ibidem, p. 162.

²⁶ INGRAHAM JR., William A. Escrow Agreements. **University of Miami Law Review**, v. 8, n. 1, p. 75-83, 1953, p. 76. Disponível em: <https://repository.law.miami.edu/umlr/vol8/iss1/9>. Acesso em: 25 jan. 2019.

Em Portugal, o recurso do depósito com função de garantia (*escrow*) também assumiu um papel de resolução de problemas derivados de quebra de confiança entre partes de um determinado contrato,²⁷ independentemente de sua natureza. Isso porque, no momento em que as partes elegem um terceiro de confiança de ambas para guardar determinado recurso ou bem até que seja cumprida determinada condição, qualquer problema de insegurança entre elas é afastado, permitindo-se, assim, que o negócio se efetive.

Na Espanha, da mesma forma, o depósito com função de garantia (*escrow*) foi absorvido como um mecanismo de garantia. Ainda hoje, a *escrow*, ou *escrow account*, é definida como uma conta bancária na qual um terceiro mantém a custódia de recursos financeiros até que se cumpram determinadas condições — por exemplo, a assinatura de um contrato, a entrega do bem e, por consequência, a entrega dos recursos financeiros para a respectiva pessoa designada pelas partes.²⁸

Atualmente, o depósito com função de garantia (*escrow*) não sofreu alteração quanto à sua essência, mantendo-se como um contrato com função de garantia, sempre coligado a um contrato principal, formalizado entre três partes: o depositante, pessoa que realizará o depósito do recurso financeiro (ou outro bem móvel); o depositário, pessoa que será responsável pela guarda e conservação do bem; e um terceiro que poderá ou não ser beneficiário do bem objeto do contrato, a depender de determinadas condições descritas no contrato que formalizar a relação entre as partes.

Nesse sentido, João Tiago Morais Antunes²⁹ assevera que o depósito com função de garantia (*escrow*) se dá por meio de um contrato que tem como função econômico-individual e concreta garantir o cumprimento das obrigações emergentes de um contrato bilateral ou sinalagmático, em que a prestação das partes não ocorre em simultâneo, existindo, portanto, o risco de uma delas não cumprir o acordado quando a outra já realizou a sua prestação. É um contrato trilateral: tem duas partes contratantes do negócio principal e uma entidade fiduciária, normalmente uma instituição bancária, incumbindo a essas partes funções atinentes ao cumprimento desse negócio principal.

Há quem entenda que o contrato de depósito com função de garantia (*escrow*) não é um contrato trilateral, pois, embora seja uma relação que envolve, quase necessariamente, três partes, trata-se de um contrato bilateral, com duas declarações de vontade convergentes (dos

²⁷ ANTUNES, João Tiago Morais. Op. cit., p. 11.

²⁸ URTASUN, Leyre Elizari. El contrato de *escrow*: configuración em origen y recepción em el derecho español. **Revista de Derecho Civil**, v. 3, n. 4, Estudios, p. 35-67, out./dez. 2016. Disponível em: <http://www.nreg.es/ojs/index.php/RDC/article/view/229/177>. Acesso em: 15 jan. 2018.

²⁹ ANTUNES, João Tiago Morais. Op. cit., p. 272.

depositantes e do depositário), consubstanciando-se em uma proposta e uma aceitação, sendo uma das declarações emitida em conjunto pelos outorgantes (depositante e beneficiário), que agem como se fossem somente uma parte. Esse posicionamento se funda no fato de o contrato de depósito com função de garantia (*escrow*) ser acessório a um contrato principal, sendo que, na formação do contrato de depósito com função de garantia (*escrow*), as partes são beneficiárias em conjunto, mesmo que somente uma delas realize o depósito.³⁰

Não obstante as declarações de vontade do depositante e do beneficiário pareçam convergentes, tendo em vista que a vontade última de ambos é garantir os recursos depositados, é, por certo, mais preciso caracterizar o contrato de depósito com função de garantia (*escrow*) como trilateral, afinal nele se consubstancia uma relação jurídica com três partes formalmente autônomas, com centros de interesse distintos.³¹ O interesse do beneficiário é a conservação do bem depositado para posterior levantamento em seu favor, ao passo que o do depositante, no momento da celebração do contrato, é unicamente o de garantia e conservação do bem.

O depósito com função de garantia (*escrow*) também pode ser definido simplesmente como um fundo fiduciário (*trust fund*) no qual a interferência das partes sobre os recursos depositados é limitada.³² Ou, ainda, como fundos retidos por um terceiro que se encarrega de recebê-los, guardá-los e distribuí-los em função do disposto no contrato e das obrigações estabelecidas entre as partes.³³

No Brasil, o depósito com função de garantia (*escrow*) é um produto oferecido pelas instituições financeiras, denominado Conta Vinculada. É utilizado com função de garantia e, geralmente, formalizado por um “contrato de custódia e administração de recursos financeiros”,³⁴ segundo o qual somente ao banco (depositário) cabe movimentar a referida conta, desde que respeitados todos os termos e condições do contrato firmado com ele e, para as operações de fusão e aquisição, mediante notificação assinada pelo depositante e pelo beneficiário em conjunto.

³⁰ MORAIS, Nuno Miguel Ferreira. **O contrato de depósito “escrow”**. Dissertação (Mestrado em Direito da Empresa e dos Negócios) – Universidade Católica Portuguesa, Porto, 2015, p. 17.

³¹ MARINO, Franciso Paulo de Crescenzo. **Contratos coligados no direito brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 123.

³² MCCARTHY, S. C.; TIONG, R. L. K. Financial and Contractual Aspects of Build-Operate-Transfer Projects. **International Journal of Project Management**, v. 9, n. 4, p. 222-227, nov. 1991, p. 224.

³³ MILLS, Edwin S. The Functioning and Regulation of Escrow Accounts. **Housing Policy Debate**, v. 5, n. 2, p. 203-218, 1994, p. 204. Disponível em: https://www.innovations.harvard.edu/sites/default/files/hpd_0502_mills.pdf. Acesso em: 26 jan. 2019.

³⁴ A denominação dos contratos que regem a Conta Vinculada varia, embora sua natureza seja a mesma. Sob tal aspecto, vide página 72 deste trabalho, que trata da natureza do Contrato de Conta Vinculada.

Assim, o estudo da origem da Conta Vinculada e de sua definição permite uma primeira conclusão: a de que essa conta terá a função de garantia quando utilizada em operações de fusão e aquisição.

1.2 O uso da Conta Vinculada (*escrow account*) nos Estados Unidos

Antes de avançar nos pormenores da utilização da Conta Vinculada no Brasil, especialmente em operações de fusão e aquisição — objeto deste trabalho —, é importante fazer uma breve elucidação do funcionamento da *escrow account* nos Estados Unidos, tendo em vista sua origem e a influência que a constituição dessa conta naquele país exerceu no Brasil.

Nos Estados Unidos, como nos países de raiz jurídica no sistema de *common law*, a *escrow account* é frequentemente utilizada não só para garantir o cumprimento de obrigações ligadas a contratos imobiliários, desde garantias relacionadas ao pagamento do preço da venda até os impostos e seguros imobiliários,³⁵ como também em operações de fusão e aquisição (como no Brasil) para garantir contingências da empresa-alvo.

No tocante ao uso da *escrow account* em operações imobiliárias, Edwin S. Mills, em artigo publicado sob o título “The Functioning and Regulation of Escrow Accounts”,³⁶ afirma que existem dois tipos de conta *escrow*: (i) o primeiro se dá por meio de depósitos periódicos realizados pelo devedor da hipoteca³⁷ e inclui tanto o valor da parcela da dívida hipotecária quanto valores relativos ao seguro e aos impostos ligados ao imóvel; e (ii) o segundo tipo de *escrow account* se dá por meio de um depósito, realizado no dia do fechamento da transação, ou seja, na data da compra do imóvel, que envolve a formação de um fundo de reserva para o caso de o mutuário se tornar inadimplente (um ou dois pagamentos mensais) com o pagamento dos impostos e do seguro e, ainda, o montante equivalente à soma das despesas de impostos e seguro do imóvel para o período de 12 (doze) meses.

Para o caso do segundo tipo de *escrow account* supramencionado, o balanço do depósito anual feito pelo devedor, das contas com os impostos e seguro, é realizado pelo credor, de forma

³⁵ ANTUNES, João Tiago Morais. Op. cit., p. 191. Observando-se que este autor, quando trata do assunto, recomenda consultar, dentre outros autores: DE FRANCHIS, Francesco. **Dizionario giuridico: inglese-italiano; english-italian**. Milano: Giuffrè, 1984, p. 703; WITZ, Claude. Les Divers comptes bancaires utilisés dans les opérations de compensation internationale. **Revue Banque: Supplément Banque & Droit**, n. 484, p. 18-25, jun. 1988, p. 20; e CHRISTOU, Richard. **International Agency, Distribution, and Licensing Agreements**. 3. ed. Londres: Longman, 1996, p. 383-384.

³⁶ MILLS, Edwin S. Op. cit., p. 205.

³⁷ A expressão “hipoteca”, em operações imobiliárias nos Estados Unidos, pode ser equiparada a “financiamento imobiliário” no Brasil, resguardadas as particularidades relacionadas a financiamentos imobiliários de cada país, de que não se tratará neste trabalho.

que o devedor seja reembolsado caso o depósito tenha ocorrido em valor superior ao devido ou, por outro lado, tenha que fazer o depósito do valor de eventual diferença, no ano subsequente, caso o depósito tenha sido inferior ao valor devido.³⁸

Vale observar que o motivo de a referida *escrow account* existir é garantir ao credor do financiamento imobiliário que todas as despesas do imóvel, impostos e seguro, sejam pagas até que o financiamento imobiliário tenha sido totalmente quitado. Essa medida oferece ao credor a segurança de que não haverá perdimento do imóvel objeto do financiamento por razões de falta de pagamento de impostos e, ainda, de que eventual desastre que danifique o bem será indenizado pelo seguro.

A *escrow account* americana também é utilizada no processo da operação de compra e venda de qualquer bem, incluindo um imóvel. Nesse caso, a referida conta, em nome de um terceiro imparcial (*escrow agent*), recebe o preço da transação, depositado pelo comprador, mas tais recursos somente são liberados para o vendedor quando o comprador recebe toda a documentação do imóvel e tem aprovada a operação. Com isso, o vendedor e o comprador têm a garantia de não sofrerem nenhuma fraude.³⁹

Note-se que a criação da *escrow account* americana se dá por meio de um agente (*escrow agent*), de forma que, quando há a transferência do bem para esse agente, há também a transferência da titularidade do bem, pois a conta não fica em nome do vendedor nem do comprador. O agente assume a figura de agente fiduciário, equiparado a um *trustee*⁴⁰ americano, com toda a regulamentação e os deveres inerentes a um agente fiduciário.

Sem adentrar a regulação de cada estado americano,⁴¹ a legislação básica aplicada às *escrow accounts* ligadas a operações imobiliárias nos Estados Unidos está disposta, no âmbito

³⁸ HOW Does an Escrow Account Work? **Money** 101, [s.d.]. Disponível em: <http://time.com/money/collection-post/2792060/how-does-an-escrow-account-work>. Acesso em: 24 jan. 2019.

³⁹ A ideia central foi extraída do site: ESCROW.COM. **How Does An Escrow Account Work?** [S.d.]. Disponível em: <https://www.escrow.com/escrow-account>. Acesso em: 24 jan. 2019.

⁴⁰ *Trust* tem sua definição no artigo 2º da Convenção de Haia, item 4.3 (Convenção sobre a lei aplicável e reconhecimento de *trust*), da qual o Brasil não é signatário. O termo *trust* visa às relações jurídicas criadas por uma pessoa, que o constitui por ato entre vivos ou *causa mortis*, designando uma dotação patrimonial, que comporá um acervo autônomo, cujos bens restarão sob o controle de um *trustee*, que administrará essa dotação no interesse de um beneficiário ou de um fim determinado. Sobre o tema, Raphael Manhães Martins define o *trust* como uma situação jurídica na qual uma parte (denominada *trustee* ou fiduciário) adquire determinado bem, em caráter fiduciário e mediante um regime especial de proteção patrimonial, assumindo o dever de empregá-lo em determinada finalidade. (MARTINS, Raphael Manhães. Análise da “aclimatação” do *trust* ao direito brasileiro: o caso da propriedade fiduciária. In: FRADERA, Véra Maria Jacob; ESTREVEZ, André Fernandes; RAMOS, Ricardo Ehrensperger (coord.). Contratos **empresariais**. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 437-466).

⁴¹ Normalmente, a lei estadual determina a documentação e a lei de *escrow* exigidas, mas se as instituições financeiras reguladas pelo governo federal estiverem envolvidas, a lei federal pode ser aplicada e também as transações envolvendo comércio interestadual. (STIMMEL, STIMMEL & SMITH. **The Basics of the Law and Practice of Escrow**. [S.d.]. Disponível: <https://www.stimmel-law.com/en/articles/basics-law-and-practice-escrow>. Acesso em: 25 jan. 2019).

federal, no Real Settlement Procedures Act de 1974 (RESPA) e alterações,⁴² originalmente promulgado pelo departamento de habitação e desenvolvimento urbano (Department of Housing and Urban Development – HUD) e posteriormente emendado pelo próprio Congresso americano.⁴³

Nesse sentido, o próprio Code of Federal Regulations⁴⁴ americano (12 CFR 1024.17 – *escrow accounts*) define a *escrow account* como qualquer conta que um prestador de serviços estabelece ou controla em nome de um mutuário para pagar impostos, prêmios de seguro (incluindo as parcelas mensais do seguro) ou outros encargos de hipoteca federal relacionada a empréstimo, incluindo encargos que o mutuário e o prestador de serviços voluntariamente acordem que o prestador de serviços deva recolher e pagar.⁴⁵

Assim, para que uma *escrow account* seja considerada válida, é necessário haver um contrato firmado entre as partes e um *escrow agent*, contendo essencialmente as condições para que o depositário (*escrow agent*) libere os recursos ou o bem para a pessoa que tiver esse direito. O *escrow agent* americano é um agente que se limita a administrar o bem mantido sob sua custódia, tendo como principais funções o dever de seguir as instruções de depósito, de devolver o bem na conclusão das condições, sempre agindo com boa-fé e habilidade profissional para a consecução do fim para o qual foi contratado.

Para ilustrar o funcionamento de uma *escrow account* nos Estados Unidos, bem como o papel e as responsabilidades do *escrow agent*, traz-se um caso, apreciado pelo Tribunal do estado de Missouri, em que o coadministrador de um fundo proprietário de uma propriedade

⁴² MILLS, Edwin S. Op. cit., p. 211.

⁴³ Fonte histórica extraída de: ESTADOS UNIDOS. **Real Settlement Procedures Act (RESPA)**. 1974. Disponível em: https://files.consumerfinance.gov/f/201503_cfpb_regulation-x-real-estate-settlement-procedures-act.pdf. Acesso em: 24 jan. 2019.

⁴⁴ O Code of Federal Regulations é a codificação das regras e regulamentos gerais e permanentes (às vezes chamados de lei administrativa) publicados no Registro Federal pelos departamentos executivos e agências do governo federal dos Estados Unidos. O CFR é dividido em 50 títulos que representam amplas áreas sujeitas a regulamentação federal.

⁴⁵ “§ 1024.17 *Escrow accounts*. [...] *Escrow account means any account that a servicer establishes or controls on behalf of a borrower to pay taxes, insurance premiums (including flood insurance), or other charges with respect to a federally related mortgage loan, including charges that the borrower and servicer have voluntarily agreed that the servicer should collect and pay [Code of Federal Regulations (annual edition), 12 CFR Ch. X (1–1–12 Edition), January 1, 2012, United States Code Reference: 12 U.S.C 2605(e) Title 12 - Banks and Banking, Chapter X - BUREAU OF CONSUMER FINANCIAL PROTECTION, Part 1024 - REAL ESTATE SETTLEMENT PROCEDURES ACT (REGULATION X), Section 1024.17 - Escrow accounts.]*” (ESTADOS UNIDOS. **Code of Federal Regulations**. 1 jan. 2012. Title 12: Banks and Banking. Chapter X: Bureau of Consumer Financial Protection. Part 1024: Real Estate Settlement Procedures Act. Section 1024.17: Escrow Accounts. Disponível: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CFR-2012-title12-vol8/pdf/CFR-2012-title12-vol8-sec1024-17.pdf>. Acesso em: 24 jan. 2019).

questiona a conduta do *escrow agent*, inclusive com a alegação de não haver contrato de *escrow account*⁴⁶ autônomo assinado entre as partes.⁴⁷

O referido caso trata de uma transação de venda e compra de propriedade rural realizada pelos irmãos Thomas e Stanley Hammack e suas respectivas esposas, Janet e Jeannette, para P. David Perkins e David D. Davenport, em que as partes formalizaram uma escritura, transferindo direitos de propriedade para Perkins e Davenport. A escritura foi assinada pelas partes no escritório do *escrow agent*, Coffelt Land Title.

O contrato de venda e compra previa que o valor da entrada e de outras parcelas seria mantido em garantia com o *escrow agent* (Coffelt Land Title) e que a escritura definitiva seria entregue aos compradores no dia do fechamento, além do saldo do preço, que seria pago em dinheiro. Embora não tivesse havido um *escrow agreement* formal entre as partes, no dia da assinatura do contrato de venda e compra e da escritura de garantia, todos os documentos foram deixados com o *escrow agent* em garantia.

Entre a data da assinatura dos documentos e o fechamento da operação, Stanley Hammack faleceu, sendo que ele havia constituído um fundo (*trust*), denominado “*Family Farm*”, determinando que, na hipótese de seu falecimento, a sua parte ideal da propriedade do bem objeto da transação seria transferida para o referido fundo, cujos administradores seriam sua esposa, Jeannette Hammack, e seu irmão, Thomas Hammack.

Não obstante a existência de um *trustee* que faria a destinação dos bens deixados por Stanley Hammack, após sua morte, Thomas e Janet Hammack realizaram o fechamento, no escritório da Coffelt Land Title, por meio da assinatura de todos os instrumentos definitivos e do pagamento do saldo do preço.

Ocorre que, no momento do fechamento, Thomas Hammack não tinha conhecimento de quaisquer *trusts* e tampouco sabia que assumiria como coadministrador do fundo na hipótese de falecimento de Stanley Hammack. Assim, aproximadamente duas semanas após o fechamento, Thomas Hammack, tendo tomado conhecimento do *trust*, exigiu que a Coffelt Land Title devolvesse o valor do preço e a escritura da propriedade, exigência esta recusada pelo *escrow agent*. Tal situação gerou uma demanda judicial de Thomas Hammack contra o

⁴⁶ Este trabalho trata como sinônimas as expressões “contrato de *escrow account*”, “contrato *escrow*” e “contrato de Conta Vinculada”. Para mais detalhes sobre o contrato em questão, remete-se o leitor à seção 2.1, onde o contrato é analisado com mais profundidade.

⁴⁷ ESTADOS UNIDOS. Missouri Court of Appeals, Western District. **Thomas R. HAMMACK, as an Individual and as Co-Trustee by and on Behalf of the Beneficiaries of the Hammack Family Farm Trust, Appellant, v. COFFELT LAND TITLE, INC., Respondent**. Filed: September 6th, 2011. Precedential Status: Precedential. Citations: 348 S.W.3d 75. Docket Number: WD 72477. Panel: Joseph M. Ellis, James Smart, James Edward Welsh. Judges: James Edward Welsh, P.J., James M. Smart, Jr., and Joseph M. Ellis. Disponível em: <https://www.courtlistener.com/opinion/2541185/hammack-v-coffelt-land-title-inc>. Acesso em: 24 jan. 2019.

escrow agent, em que aquele alegou que este último agiu com negligência e quebra do dever fiduciário e que descumpriu suas obrigações, pois agiu em seus próprios interesses ao realizar o pagamento dos valores recebidos dos compradores a Jeannette Hammack no fechamento da operação. A principal alegação de Thomas foi que não havia um contrato formal com o *escrow agent* e a escritura definitiva não havia sido entregue aos compradores antes da morte de Stanley Hammack, não devendo, portanto, ser aplicada a doutrina do “*relation back*”.⁴⁸

O tribunal constatou que as circunstâncias e a conduta das partes sustentavam a conclusão de que a escritura firmada antes do falecimento de Stanley Hammack havia sido objeto de custódia, pois houve a intenção dos outorgantes de entregá-la ao *escrow agent* sob a condição de os compradores pagarem os valores devidos no fechamento. Portanto, o tribunal concluiu que, segundo a “*doctrine of relation back*”,⁴⁹ seria considerado que a transferência da propriedade ocorreu na data da entrega original da escritura ao *escrow agent*, embora o documento permanecesse na custódia do título de propriedade da Coffelt Land Title até a data do fechamento. O tribunal também concluiu que um *escrow agent* tem o dever fiduciário com as partes em nome das quais detém a propriedade, e, como na data da assinatura da escritura de garantia o fundo não tinha a propriedade do bem, o tribunal, conseqüentemente, proferiu sentença a favor do *escrow agent*, Coffelt Land Title, e contra Thomas Hammack.

Não obstante a origem das contas *escrow* norte-americanas esteja relacionada a transações imobiliárias, também nas operações de fusão e aquisição essas contas passam a ter seu papel, com uma finalidade semelhante, qual seja, a de garantir as partes do contrato principal de compra e venda de participação societária.

Em 2016, realizou-se um estudo nos Estados Unidos em que foram investigados os seguintes pontos: (i) o que determinava o uso dos contratos *escrow* em operações de fusão e aquisição de sociedades não listadas; (ii) se a existência desse tipo de contrato nas referidas operações criava valor a fim de reduzir custos inerentes à transação; e, ainda, (iii) quais eram os riscos da sociedade objeto da venda.⁵⁰

A pesquisa teve como fonte o estudo de 569 aquisições de sociedades não listadas e 374 aquisições de subsidiárias, no período de 1994 a 2009. Em 52,1% das operações com empresas

⁴⁸ A doutrina do *relation back* é um princípio que permite que os efeitos de algo feito hoje possam retroagir como se tivesse sido realizado no passado, somente podendo ser aplicada sob determinadas circunstâncias — como no caso em tela, em que uma escritura foi mantida com um agente fiduciário. (USLEGAL. **Doctrine of Relation Back Law and Legal Definition**. [S.d.]. Disponível em: <https://definitions.uslegal.com/d/doctrine-of-relation-back>. Acesso em: 28 jan. 2019).

⁴⁹ Ibidem.

⁵⁰ BHAGAT, Sanjai; KLASA, Sandy; LITOV, Lubomir P. **The Use of Escrow Contracts in Acquisition Agreements**. 5 set. 2016. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2271394>; <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2271394>. Acesso em: 05 fev. 2019.

não listadas, havia um contrato *escrow* em que os recursos eram mantidos na referida conta por um período médio de 17,4 meses.

Ademais, foi levantado que o contrato *escrow* foi utilizado em 65% das transações privadas, ao passo que, nas aquisições somente de empresas subsidiárias, o contrato em referência foi utilizado em 32% das transações. Assim, os pesquisadores chegaram a uma primeira conclusão: as aquisições que envolvem sociedades não listadas tendem a utilizar o contrato *escrow* em maior número.

Uma segunda conclusão da pesquisa em referência foi que o tamanho da sociedade, aliado à maior assimetria de informações, também é um fator que influencia a utilização da *escrow account*, tendo em vista que, quanto maior a assimetria de informações sobre a empresa a ser adquirida, mais difícil será chegar ao valor da empresa-alvo e maior será o risco de contingências após o fechamento. Assim, a contratação de uma *escrow account* por meio de um contrato *escrow* se torna mais necessária, trazendo mais benefícios.

Quando tratam de assimetria de informações e da dificuldade de definição de um valor para a empresa-alvo da venda, os autores levantam os cinco principais casos em que se torna mais difícil chegar ao valor: (i) a empresa-alvo tem uma atividade em que seus ganhos são muito voláteis; (ii) o setor da empresa-alvo é pouco coberto por analistas do mercado financeiro e de capitais; (iii) a empresa-alvo atua em um setor diferente do da empresa adquirente; (iv) as estimativas e previsões de ganhos e fluxo de caixa são maiores do que os efetivamente realizados; e (v) a empresa enfrenta dificuldade financeira e, portanto, terá dificuldade de honrar eventual passivo que surja.

Um terceiro ponto importante tratado no artigo derivado da pesquisa foram as evidências de que o uso de um contrato de *escrow account* trouxe redução dos custos com *due diligence* — ou diligência para levantamento de passivos e contingências na empresa-alvo — e do tempo entre o anúncio da operação de venda e o fechamento.⁵¹

Por fim, outro aspecto relevante da pesquisa — certamente o mais interessante — é a constatação de que a utilização dos contratos *escrow* cria valor nas transações de fusão e aquisição de empresas não listadas. Nesse tipo de transação, a assimetria de informações entre comprador e vendedor gera um risco para o comprador maior do que em transações com empresas listadas, que estão sujeitas a regulação e fiscalização mais rígidas. Em razão desse risco, naturalmente há um desconto no preço nas aquisições de empresas não listadas. Com o

⁵¹ Ibidem, p. 4. Entre as empresas não listadas, a pesquisa concluiu que o uso do contrato *escrow* está associado com uma redução de aproximadamente 35% (trinta e cinco por cento) do tempo entre o anúncio da operação e o fechamento.

contrato *escrow*, o referido desconto é menor, pois o risco da operação é reduzido,⁵² sendo o desconto ainda menor quando efetivamente há uma economia por parte do comprador com os custos com *due diligence*.

A conclusão dos autores sobre a pesquisa realizada tem grande relevância para este trabalho, pois, em síntese, nela se constata que a utilização do contrato de *escrow account* em operações de fusão e aquisição pode ser uma solução para os problemas contratuais relativos à assimetria de informações e à eventual ausência de boa-fé, além de ser um instrumento de administração do risco da operação e, por consequência, gerador de valor na transação tanto para o comprador como para o vendedor.

Como demonstrado neste capítulo, as contas *escrow* americanas têm ampla aplicação em transações de venda e compra, seja de imóveis, seja de participação societária (entre outras operações não tratadas neste trabalho), com vantagens claras quando de sua utilização, tendo como roupagem jurídica uma relação fiduciária, em que o *escrow agent* assume uma posição de *trustee*.

O Brasil importou a *escrow account* (Conta Vinculada) com utilização nas operações de fusão e aquisição (entre outras operações que não serão tratadas neste trabalho) sob outro formato jurídico, possivelmente pela inexistência do instituto do *trust* e pelo fato de a “aclimação” do *trust* ao direito brasileiro ser um tema complexo.⁵³

As contas *escrow* brasileiras são utilizadas por meio de uma conta bancária (Conta Vinculada) em que a instituição bancária é responsável pela guarda, manutenção e administração dos recursos depositados (sob certos limites impostos pelas partes no contrato da Conta Vinculada), devendo liberá-los mediante notificação conjunta do depositante e do beneficiário. O banco não é equiparado ao *escrow agent* americano, tendo em vista que a conta deve ser aberta na titularidade do comprador, do vendedor do contrato de compra e venda de participação societária ou da empresa alvo.

Com isso, embora as vantagens da utilização das contas *escrow* demonstradas neste capítulo — extraídas de uma pesquisa realizada com empresas americanas — também possam estender-se às operações brasileiras, o modelo brasileiro de Conta Vinculada traz consigo duas

⁵² BHAGAT, Sanjai; KLASA, Sandy; LITOV, Lubomir P. Op. cit., p. 5. Depois de contabilizados os potenciais custos do vendedor se o comprador receber parte dos fundos depositados na conta *escrow*, os autores estimaram que, em média, o uso da conta *escrow* está associado a um aumento em 3,5% do total recebido pelo vendedor na operação de venda da empresa-alvo.

⁵³ Sobre o tema, Raphael Manhães Martins assevera que a propriedade fiduciária do direito brasileiro encontra de forma implícita os mesmos valores que subjazem ao *trust* e que lhe conferem uma função relevante nas relações jurídicas hodiernas dos países que o reconhecem, por outro lado, não é a propriedade fiduciária a única tentativa brasileira de “aclimar” o *trust*, mas se trata da mais viável das alternativas “civilistas” para tanto. (MARTINS, Raphael Manhães. Op. cit., p.463)

principais dificuldades em relação ao objeto deste trabalho: (i) quando a conta é aberta na titularidade do comprador ou do vendedor do contrato de compra e venda de participação societária, há o risco de os valores lá depositados sofrerem constrição por obrigações de responsabilidade do titular da conta alheias à operação ligada ao contrato de Conta Vinculada;⁵⁴ e, (ii) após a constituição da conta, como as liberações são sempre em conjunto, os impasses entre as partes provocam atrasos na liberação dos recursos, podendo gerar comportamento oportunista de qualquer das partes e, ainda, custos com arbitragem ou com o Poder Judiciário para solução dos conflitos e liberação dos recursos.

Este trabalho terá como foco a abordagem do segundo risco acima mencionado quanto à utilização da Conta Vinculada em operações de fusão e aquisição, qual seja: os impasses na liberação dos recursos depositados após a constituição da Conta Vinculada.

1.3 O uso da Conta Vinculada em operações de fusão e aquisição

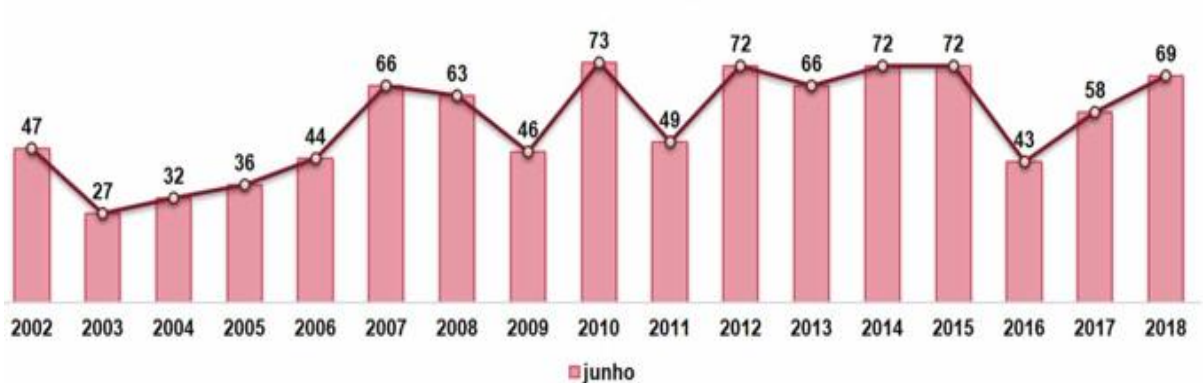
As operações de fusão e aquisição no Brasil têm se mostrado crescentes e esse mercado, cada vez mais maduro. Embora a crise econômica no país, nos últimos anos, tenha sido um fator que influenciou na queda do número de operações, em 2018 houve uma retomada desse tipo de transação.

Nesse sentido, uma pesquisa realizada pela KPMG Corporate Finance Ltda.⁵⁵ demonstra que o primeiro trimestre de 2018 registrou o melhor resultado de fusões e aquisições das últimas duas décadas no Brasil. Durante os primeiros três meses de 2018, foram fechados 234 negócios, um aumento de mais de 15% em comparação com o mesmo período de 2017.

Ainda sobre esse crescimento, a PricewaterhouseCoopers (PwC) divulgou uma pesquisa sobre as transações de fusão e aquisição no Brasil anunciadas em junho de 2018 e o comparativo desde 2002, permitindo identificar a trajetória de elevação do número de operações, conforme o gráfico 1, a seguir.

⁵⁴ É o caso, por exemplo, de uma penhora realizada pelo sistema BacenJud em sede de processo de execução.

⁵⁵ KPMG CORPORATE FINANCE. **Fusões e aquisições**: 2018: 1º trimestre. Jun. 2018. Disponível em: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2018/06/br-fusoes-aquisicoes-1o-trimestre-2018.pdf>. Acesso em: 26 jan. 2019.

Gráfico 1 - Transações anunciadas em junho (2002 a 2018)⁵⁶

Conforme a referida pesquisa, realizada pela PwC, no período acumulado de 2018 foram realizadas 310 transações, um volume 3% superior ao de 2017 (300 transações). No mês de junho, foi apresentado um crescimento de 19%, com 69 transações anunciadas, em relação ao mesmo período de 2017 (58 transações).⁵⁷

É importante salientar que a expressão “fusões e aquisições” é amplamente utilizada no Brasil para fazer referência a qualquer transação que envolva um contrato no qual haja alienação de participação societária ou um contrato associativo de empresas, podendo ocorrer por meio de diversos tipos contratuais, como os seguintes: (i) compra e venda de participação

⁵⁶ PRICEWATERHOUSECOOPERS. **Fusões e aquisições no Brasil: junho 2018**. [S.d.]. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2018/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-junho-2018.html>. Acesso em: 30 jan. 2019.

⁵⁷ Deve-se ressaltar que a pesquisa não cobriu as operações particulares não anunciadas, ou seja, o número divulgado possivelmente é menor do que o número real de transações ocorridas.

societária;⁵⁸ (ii) trespasse ou alienação do estabelecimento;⁵⁹ (iii) subscrição de participação societária;⁶⁰ (iv) fusão, incorporação e cisão;⁶¹ (v) *joint ventures*;⁶² e (vi) *drop down*.⁶³

Independentemente do tipo contratual adotado para a operação de fusão e aquisição, o contrato de Conta Vinculada, caso seja utilizado pelas partes como garantia, não sofrerá grande modificação, pois manterá seu objeto principal, que será o depósito de recursos financeiros em uma instituição bancária para guarda, administração e liberação mediante determinadas condições.

Ademais, destaca-se que o uso da Conta Vinculada surge quando as partes já avançaram nas primeiras tratativas da transação, ou seja, não se costuma tratar do contrato de Conta Vinculada nem dos valores que serão destinados a essa conta em uma fase preliminar da transação em que as partes ainda estão discutindo o valor da sociedade, tratando da minuta do memorando de entendimentos ou realizando *due diligence*.

Por outro lado, é por meio da *due diligence* que, muitas vezes, o potencial comprador compreende com mais assertividade o negócio e o tamanho da contingência da empresa-alvo e, com isso, realiza ajustes no preço e sugere retenção de parcela do preço (por meio da Conta

⁵⁸ Este é o modelo mais utilizado para implementação das operações de fusões e aquisições e se dá por meio da venda e compra, parcial ou total, das quotas de uma sociedade limitada, conforme artigo 1.057 do Código Civil, ou das ações de uma sociedade anônima, nos termos do artigo 36 da Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976).

⁵⁹ O trespasse está regulado no Código Civil, nos artigos 1.142 a 1.149, sendo que, para o legislador, considera-se “estabelecimento” todo complexo de bens organizado, para exercício da empresa, por empresário ou por sociedade empresária.

⁶⁰ A subscrição de participação societária se dá por meio de um aumento de capital social, que, no caso das sociedades limitadas, está previsto no artigo 1.081 do Código Civil; e, no caso das sociedades anônimas, no artigo 166 da Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976).

⁶¹ A fusão, conforme artigo 228 da Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976), é a operação por meio da qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações. A cisão, conforme artigo 229 da Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976), é a operação por meio da qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão. A incorporação, conforme artigo 227 da Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976), é a operação por meio da qual uma (ou mais) sociedade(s) é(são) absorvida(s) por outra, que lhe(s) sucede em todos os direitos e obrigações. Essas operações estão ainda sujeitas aos artigos 223 a 234, 254 e 264 da Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976) e aos artigos 1.116 a 1.122 do Código Civil.

⁶² Segundo Sérgio Botrel, *joint ventures* têm por finalidade formalizar a associação ou cooperação entre duas ou mais empresas para a exploração de determinado projeto, negócio ou empreendimento, podendo ser adotados os seguintes modelos: (i) sociedade em comum; (ii) sociedade em conta de participação; (iii) consórcio; (iv) sociedade de propósito específico. (BOTREL, Sérgio. Op. cit., p. 69-70).

⁶³ Conforme Sérgio Botrel, *drop down* consiste em negócio jurídico (atípico, porque não encontra regulação específica) por meio do qual uma sociedade transfere um conjunto de elementos de seu patrimônio (que reúnam as características de um estabelecimento) para a integralização do aumento de capital de uma sociedade já existente. A sociedade transferente recebe, como contrapartida pela transferência do estabelecimento (ou de um de seus estabelecimentos), ações/quotas da sociedade receptora. (BOTREL, Sérgio. Op. cit., p. 221).

Vinculada), a depender do relatório da referida auditoria apresentado pelos profissionais envolvidos.⁶⁴

A *due diligence* nada mais é do que um procedimento de apuração dos riscos da operação e do negócio da empresa-alvo, especialmente nos âmbitos contábil, financeiro, fiscal e jurídico, tendo este último abrangência nas áreas societária,⁶⁵ tributária,⁶⁶ trabalhista,⁶⁷ de *compliance*,⁶⁸ regulatória,⁶⁹ de propriedade intelectual,⁷⁰ imobiliária⁷¹ e contenciosa cível.⁷²

Desse modo, a *due diligence*, cujo objetivo é levantar documentos e realizar análises técnicas, também se revela um teste de realidade, ou seja, um exame por meio do qual se verifica se os aspectos que levaram o comprador a se interessar pelo negócio e que o tornaram atraente para ele são reais ou ilusórios. Assim, a *due diligence* não tem como tarefa encontrar pontos que pudessem ocasionar a quebra do contrato, mas funciona como um teste da proposição de

⁶⁴ Sob esse aspecto, o artigo 147 do Código Civil brasileiro determina que, nos negócios jurídicos bilaterais, o silêncio intencional de uma das partes a respeito de fato ou qualidade que a outra parte haja ignorado constitui omissão dolosa, provando-se que sem ela o negócio não se teria celebrado. Assim, eventual omissão por parte do vendedor poderá gerar prejuízo ao vendedor e configurar omissão dolosa com efeito de nulidade.

⁶⁵ Sob o aspecto societário, geralmente a *due diligence* tem como escopo a análise da estrutura societária da empresa-alvo, os documentos societários envolvidos, a análise do cumprimento ou não de obrigações formais e materiais, regularidade regulatória societária e ligada à atividade (Junta Comercial, Bacen e CVM) e outros aspectos específicos ligados à atividade da sociedade.

⁶⁶ A *due diligence* tributária normalmente envolve revisão das obrigações fiscais e tributárias, mapeamento dos processos judiciais e administrativos, identificação de créditos tributários e análise dos relatórios gerenciais em comparação com as demonstrações financeiras a fim de eventualmente identificar contingências.

⁶⁷ No tocante à área trabalhista, as empresas de auditoria buscam a regularidade das rotinas e o formato da contratação dos empregados e colaboradores não celetistas, além da análise de todos os processos trabalhistas judiciais e administrativos.

⁶⁸ A auditoria de *compliance* geralmente analisa o cumprimento das normas a que empresa-alvo está sujeita, com foco em governança e anticorrupção. Esse escopo é relevante porque, conforme artigo 4º da Lei n. 12.846/2013: “Art. 4º Subsiste a responsabilidade da pessoa jurídica na hipótese de alteração contratual, transformação, incorporação, fusão ou cisão societária. § 1º Nas hipóteses de fusão e incorporação, a responsabilidade da sucessora será restrita à obrigação de pagamento de multa e reparação integral do dano causado, até o limite do patrimônio transferido, não lhe sendo aplicáveis as demais sanções previstas nesta Lei decorrentes de atos e fatos ocorridos antes da data da fusão ou incorporação, exceto no caso de simulação ou evidente intuito de fraude, devidamente comprovados.”

⁶⁹ *Due diligence* regulatória tende a analisar o cumprimento de normas aplicáveis ao ramo de atuação da empresa-alvo, exemplificadamente: SUSEP – Seguros; ANAC – Aviação Civil; ANVISA – Medicamentos; ANEEL – Energia Elétrica; ANATEL – Telecomunicações; BACEN – Instituições Financeiras e equiparadas etc.

⁷⁰ Quanto aos aspectos de propriedade intelectual, a *due diligence*, em regra, busca identificar os titulares das marcas, patentes, desenhos industriais, domínios de Internet, *softwares*, aplicativos, plataformas e denominação empresarial da empresa-alvo. Além disso, busca-se analisar eventuais processos perante o INPI, processos judiciais que tenham esta natureza, bem como todos os contratos que tenham como objeto um ativo intelectual.

⁷¹ A auditoria imobiliária, em síntese, tem como escopo o levantamento da propriedade dos imóveis da empresa-alvo, da quitação dos impostos envolvidos, eventuais onerações que recaiam sobre eles e verificar se estão com a posse regular. Ademais, também se analisa a regularidade de contratos de locação ou comodato, quando houver.

⁷² A *due diligence* no âmbito contencioso cível, em geral, envolve levantamento e análise de todos os processos desta natureza, com a determinação do grau de risco e valor econômico envolvido.

valor subjacente à transação, de modo a garantir que a operação interna da empresa seja tão atraente quanto se transmite externamente.⁷³

A conclusão da *due diligence*, além de servir de base para a negociação do ajuste no preço, a depender da existência de eventual passivo ou inconsistências quanto aos ativos da empresa-alvo, conforme anteriormente exposto, também tem papel fundamental na demonstração da estimativa de valor de contingências na empresa-alvo e, por conseguinte, da parcela do preço que poderá ser retida em uma Conta Vinculada.

Por outro lado, há casos em que as informações encontradas em uma *due diligence* levam as partes a desistir do negócio, seja pelo elevado valor das contingências comparativamente ao preço da sociedade, seja por uma nova proposta de preço por parte do comprador, decorrente de eventual ajuste na projeção de resultado da empresa-alvo que somente se confirmou com a *due diligence*, não aceita pelo vendedor.

Note-se que a *due diligence* tem impacto sobre as negociações dos contratos (jurídico), pois, uma vez que levanta os dados da sociedade em detalhes e o modo como ela opera, tais informações servem de base para a construção dos contratos definitivos, incluindo a cláusula de “declarações e garantias” e os dados que integram a operação,⁷⁴ além da formatação da cláusula do preço, da garantia do pagamento para o vendedor, quando for ao caso, e da indenização das partes e da respectiva garantia para o comprador.

Por tais razões, a Conta Vinculada se mostra como um meio de viabilizar transações que não poderiam prosseguir em face dos riscos da empresa-alvo identificados pelo comprador, aliados à insegurança deste quanto à possibilidade de ser responsabilizado pelas contingências da empresa-alvo, e do desalinhamento de percepções entre o comprador e o vendedor sobre o valor da sociedade, seu potencial de resultado após o fechamento do negócio e o nível de contingências.

Assim, a Conta Vinculada pode ser utilizada tanto para a garantia do comprador, quando há necessidade de assegurar o pagamento das contingências materializadas de responsabilidade do vendedor (*escrow*), quanto para a garantia do vendedor, quando as partes resolvem condicionar o pagamento de uma ou mais parcelas do preço a eventos futuros (*earnout*) ou reter

⁷³ SHERMAN, Andrew J. **Mergers and Acquisitions from A to Z**. Strategic and practical guidance for small and middle-market. Buyers and Sellers. New York: Amacom, 2010, p. 56. Tradução livre do original: “*Due diligence is not just a process, it is also a reality test - a test of whether the factors driving the deal and making it look attractive to the parties are real or illusory. Due diligence is not a quest to find the deal-breakers but a test of the value proposition underlying the transaction to make sure that the inside of the house is as attractive as the outside.*”

⁷⁴ FRANKEL, Michael E. S. **Mergers and Acquisitions Basics**: The Key Steps of Acquisitions, Divestitures, and Investments. New Jersey: John Wiley & Sons, 2005, p. 153.

parte do preço até o cumprimento de determinadas condições de responsabilidade do vendedor (*holdback*).

2 A CONTA VINCULADA COMO GARANTIA DO CONTRATO DE COMPRA E VENDA DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA

A função de garantia da Conta Vinculada manifesta-se na circunstância de serem entregues a uma instituição bancária (depositário) os recursos financeiros, que deverão ficar sob seu poder e guarda até se concluir pela exigência ou não de uma obrigação do depositante para com o beneficiário (liberação do preço). Demonstrando-se a existência desse direito do beneficiário em face do depositante, não se verifica a condição resolutiva a que está sujeito o direito do beneficiário, que, assim, poderá impedir a liberação dos recursos ao depositante.⁷⁵

A Conta Vinculada, quando utilizada como garantia do contrato de compra e venda de participação societária, costuma ser formalizada por meio de um contrato que, por ser atípico, poderá adotar a denominação que as partes estabelecerem — como “contrato de prestação de serviços de administração de conta controlada (contrato de custódia)” ou “contrato de depósito em garantia” — sendo sempre coligado⁷⁶ ao contrato de compra e venda de participação societária (ou outro contrato principal que formalizar a transação de fusão e aquisição).

Como já tratado alhures, a principal diferença entre a *escrow account* americana e a Conta Vinculada brasileira é que, na americana, existe a figura de um agente fiduciário (*escrow agent*), de modo que, quando há a transferência do bem para esse agente, há também a transferência da titularidade do bem, pois a conta não fica em nome do vendedor nem do comprador. O agente assume a figura de um agente fiduciário, equiparado a um *trustee* americano, com toda a regulamentação e os deveres inerentes a um agente fiduciário.

Como no Brasil não há regulamentação para a constituição do *trustee*, tampouco a regulação da Conta Vinculada, o mercado criou uma conta bancária que deverá ficar na titularidade do vendedor, do comprador ou da empresa-alvo da transação e cuja movimentação estará limitada a determinadas condições descritas no contrato de compra e venda de participação societária e no contrato de Conta Vinculada. O controle das movimentações da conta ocorrerá exclusivamente pela instituição bancária mediante notificação das partes (comprador e vendedor).

⁷⁵ ANTUNES, João Tiago Moraes. Op. cit., p. 70.

⁷⁶ Sobre o conceito de “contratos coligados”, Francisco de Paulo de Crescenzo Marino afirma serem contratos que, por força de disposição legal, da natureza acessória de um deles ou do conteúdo contratual (expresso ou implícito), encontram-se em relação de dependência unilateral ou recíproca. Dessa noção, podem-se deduzir os dois “elementos essenciais” da coligação contratual juridicamente relevante: (i) pluralidade de contratos, não necessariamente celebrados entre as mesmas partes; (ii) vínculo de dependência unilateral ou recíproca. (MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. Op. cit., p. 99).

Convém lembrar que, embora o Brasil não tenha incorporado a figura típica do *trustee*, há na Lei das Sociedades por Ações (Lei n. 6.404/1976), em seus artigos 66 a 70,⁷⁷ a previsão do agente fiduciário dos debenturistas, com funções que se assemelham às do *trustee*, pois, ainda que não haja transferência fiduciária de propriedade, o agente fiduciário dos debenturistas exerce uma função de administração autárquica, independentemente, para seu exercício, da

⁷⁷ “Art. 66. O agente fiduciário será nomeado e deverá aceitar a função na escritura de emissão das debêntures. § 1º Somente podem ser nomeados agentes fiduciários as pessoas naturais que satisfaçam aos requisitos para o exercício de cargo em órgão de administração da companhia e as instituições financeiras que, especialmente autorizadas pelo Banco Central do Brasil, tenham por objeto a administração ou a custódia de bens de terceiros. § 2º A Comissão de Valores Mobiliários poderá estabelecer que nas emissões de debêntures negociadas no mercado o agente fiduciário, ou um dos agentes fiduciários, seja instituição financeira. § 3º Não pode ser agente fiduciário: a) pessoa que já exerça a função em outra emissão da mesma companhia, a menos que autorizado, nos termos das normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários; b) instituição financeira coligada à companhia emissora ou à entidade que subscreva a emissão para distribuí-la no mercado, e qualquer sociedade por elas controlada; c) credor, por qualquer título, da sociedade emissora, ou sociedade por ele controlada; d) instituição financeira cujos administradores tenham interesse na companhia emissora; e) pessoa que, de qualquer outro modo, se coloque em situação de conflito de interesses pelo exercício da função. § 4º O agente fiduciário que, por circunstâncias posteriores à emissão, ficar impedido de continuar a exercer a função deverá comunicar imediatamente o fato aos debenturistas e pedir sua substituição. Substituição, Remuneração e Fiscalização. Art. 67. A escritura de emissão estabelecerá as condições de substituição e remuneração do agente fiduciário, observadas as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários. Parágrafo único. A Comissão de Valores Mobiliários fiscalizará o exercício da função de agente fiduciário das emissões distribuídas no mercado, ou de debêntures negociadas em bolsa ou no mercado de balcão, podendo: a) nomear substituto provisório, nos casos de vacância; b) suspender o agente fiduciário de suas funções e dar-lhe substituto, se deixar de cumprir os seus deveres. Deveres e Atribuições. Art. 68. O agente fiduciário representa, nos termos desta Lei e da escritura de emissão, a comunhão dos debenturistas perante a companhia emissora. § 1º São deveres do agente fiduciário: a) proteger os direitos e interesses dos debenturistas, empregando no exercício da função o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens; b) elaborar relatório e colocá-lo anualmente a disposição dos debenturistas, dentro de 4 (quatro) meses do encerramento do exercício social da companhia, informando os fatos relevantes ocorridos durante o exercício, relativos à execução das obrigações assumidas pela companhia, aos bens garantidores das debêntures e à constituição e aplicação do fundo de amortização, se houver, do relatório constará, ainda, declaração do agente sobre sua aptidão para continuar no exercício da função; c) notificar aos debenturistas, no prazo máximo de 90 (noventa) dias, qualquer inadimplemento, pela companhia, de obrigações assumidas na escritura de emissão. c) notificar os debenturistas, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias, de qualquer inadimplemento, pela companhia, de obrigações assumidas na escritura da emissão. (Redação dada pela Lei n. 10.303, de 2001) § 2º A escritura de emissão disporá sobre o modo de cumprimento dos deveres de que tratam as alíneas b e c do parágrafo anterior. § 3º O agente fiduciário pode usar de qualquer ação para proteger direitos ou defender interesses dos debenturistas, sendo-lhe especialmente facultado, no caso de inadimplemento da companhia: a) declarar, observadas as condições da escritura de emissão, antecipadamente vencidas as debêntures e cobrar o seu principal e acessórios; b) executar garantias reais, receber o produto da cobrança e aplicá-lo no pagamento, integral ou proporcional, dos debenturistas; c) requerer a falência da companhia emissora, se não existirem garantias reais; d) representar os debenturistas em processos de falência, concordata, intervenção ou liquidação extrajudicial da companhia emissora, salvo deliberação em contrário da assembleia dos debenturistas; e) tomar qualquer providência necessária para que os debenturistas realizem os seus créditos. § 4º O agente fiduciário responde perante os debenturistas pelos prejuízos que lhes causar por culpa ou dolo no exercício das suas funções. § 5º O crédito do agente fiduciário por despesas que tenha feito para proteger direitos e interesses ou realizar créditos dos debenturistas será acrescido à dívida da companhia emissora, gozará das mesmas garantias das debêntures e preferirá a estas na ordem de pagamento. § 6º Serão reputadas não-escritas as cláusulas da escritura de emissão que restringirem os deveres, atribuições e responsabilidade do agente fiduciário previstos neste artigo. Outras Funções. Art. 69. A escritura de emissão poderá ainda atribuir ao agente fiduciário as funções de autenticar os certificados de debêntures, administrar o fundo de amortização, manter em custódia bens dados em garantia e efetuar os pagamentos de juros, amortização e resgate. Substituição de Garantias e Modificação da Escritura. Art. 70. A substituição de bens dados em garantia, quando autorizada na escritura de emissão, dependerá da concordância do agente fiduciário. Parágrafo único. O agente fiduciário não tem poderes para acordar na modificação das cláusulas e condições da emissão.”

vontade dos debenturistas. Assim, há, no caso, uma *fiduciary relationship*, ou seja, uma relação de confiança, lealdade e diligência do agente.⁷⁸

No caso do contrato de Conta Vinculada, embora as partes, ao escolherem a instituição bancária, o façam com intenção de ter seus recursos protegidos e, portanto, confiem a ela a administração destes, não será, por certo, adequado aplicar analogicamente⁷⁹ a figura do agente fiduciário dos debenturistas,⁸⁰ ou ainda do agente fiduciário de operações de securitização de créditos imobiliários,⁸¹ à instituição bancária que administra os recursos em Conta Vinculada, pois as funções do agente fiduciário dos debenturistas estão previstas em lei, não podendo ser suprimidas, alteradas ou diminuídas.

A função da instituição financeira que administra a Conta Vinculada em operações de fusão e aquisição é restrita ao serviço de custódia e administração de recursos financeiros com estrita obediência às instruções das partes, inclusive no tocante aos parâmetros de investimentos dos recursos (geralmente definidos pelas partes em um anexo ao Contrato de Conta Vinculada).

Cumprida ainda ressaltar que a instituição financeira não costuma assumir nenhuma função ou responsabilidade de exercer qualquer juízo de valor quanto à liberação dos recursos depositados na Conta Vinculada. Por essa razão, na prática, os recursos somente podem ser liberados mediante notificação assinada pelo vendedor e pelo comprador, independentemente de quem seja o titular, ou mediante decisão judicial ou arbitral.

Sob esse aspecto, a instituição financeira costuma dispor nos contratos firmados com as partes do contrato de Conta Vinculada cláusulas que a exonerem de qualquer responsabilidade em relação ao contrato de compra e venda de participação societária, deixando expressamente vedada, sob qualquer pretexto ou fundamento, a sua atuação como árbitro em relação a qualquer controvérsia surgida entre as partes.

Ainda outras são as previsões contratuais usualmente adotadas que afastam qualquer interpretação de que a instituição bancária possa exercer uma função de árbitro, por exemplo: (i) “a instituição bancária terá o direito de confiar em qualquer laudo arbitral, ordem, sentença, atestado, demanda, notificação, termo ou outro tipo de instrumento escrito que lhe for entregue conforme aqui previsto, sem que fique obrigada a verificar a autenticidade ou a exatidão dos

⁷⁸ CARVALHOSA, Modesto (coord.); KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial**: v. 3: sociedades anônimas. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 432.

⁷⁹ Nos termos o artigo 4º da Lei de Introdução ao Código Civil, quando a lei for omissa, o juiz decidirá o caso de acordo com a analogia, os costumes e os princípios gerais de direito.

⁸⁰ A figura do agente fiduciário dos debenturistas está prevista no artigo 66 e seguintes da Lei n. 6.404/1976 (Lei das Sociedades por Ações), além da regulação própria da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

⁸¹ A figura do agente fiduciário dos debenturistas está prevista na Lei n. 9.517/1997, em seu artigo 9º e seguintes, além da regulação própria da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

fatos neles declarados ou sua adequação”; (ii) “a instituição bancária cumprirá todas as disposições constantes das notificações e documentos recepcionados, desde que estejam de acordo com as determinações deste contrato. A instituição bancária não será responsável por validar qualquer documento anexo à notificação”; (iii) “a instituição bancária não está obrigada a verificar a veracidade da notificação nem a exatidão dos valores relacionados às Perdas e/ou às Perdas Incorridas, e não será, de nenhuma forma, responsabilizada por eventuais fatos danosos dela decorrentes”; e (iv) “a instituição bancária somente poderá destinar os Recursos de acordo com os termos e condições previstos neste Contrato, sob pena de responsabilização por perdas e danos decorrentes do descumprimento contratual”.

Por essa razão, após constituída a Conta Vinculada, qualquer conflito entre as partes, caso não haja no contrato alternativas de solução de impasses, impedirá a liberação dos recursos, seja para o depositante, seja para o beneficiário. A instituição financeira tem um papel totalmente passivo e mecânico quanto à liberação dos recursos para as partes.

Note-se que mesmo o modelo americano de *escrow account*, que tem a figura do *escrow agent* com a segregação do ativo (seja ele dinheiro, título ou direito), por meio da abertura da conta em nome dele, tendo como beneficiários o comprador e o vendedor ou o credor,⁸² não está livre do risco de o conflito entre as partes impedir ou atrasar a liberação dos recursos da conta, pois a função do *escrow agent* não costuma abranger essa função de árbitro quanto a impasses entre as partes.

Sendo assim, tanto no mercado brasileiro como no americano, a utilização da Conta Vinculada de forma eficiente deve dar-se por meio de um contrato que estabeleça com clareza e objetividade as condições de liberação, contendo ainda cláusulas de solução de impasses bem-estruturadas.

Na opinião de uma especialista em Conta Vinculada,⁸³ o contrato dessa conta deixou de ser um instrumento acessório, uma vez que é ele que dita a formalização dos direitos de movimentação do ativo ou dos recursos nela depositados, mesmo que, com base nas regras do Banco Central ou da Receita Federal, haja um titular formal da conta, independentemente do fato de esse titular não ter acesso aos recursos ou ativo nem poder dispor deles.

As instituições financeiras frequentemente fazem uso de uma minuta-padrão em que já constam seus deveres e obrigações na condição de custodiantes dos recursos depositados e na qual as partes inserem as regras de liberação dos recursos, conforme contrato de compra e venda

⁸² Ideia extraída da entrevista realizada com Karla Fernandes (FERNANDES, Karla. **Entrevista concedida à autora pessoalmente**. São Paulo, 11 ago. 2017. [Informação verbal]).

⁸³ Ibidem.

de participação societária, bem como os limites de movimentação pelo banco no tocante à administração dos recursos para fins de aplicações financeiras.

Sob esse aspecto, destaca-se a seguinte pergunta: quando se trata do contrato de Conta Vinculada, o instrumento em questão garante exatamente que tipo de obrigação: a obrigação do comprador do contrato de compra e venda de participação societária ou a obrigação do vendedor? As próximas seções deste trabalho têm por objetivo responder a essa pergunta.

2.1 O contrato de Conta Vinculada

Antes de tratar das obrigações garantidas pelo contrato de Conta Vinculada, faz-se necessário decompor em linhas gerais os principais elementos do contrato em questão, os quais serão aprofundados no capítulo 3.

Os principais elementos do contrato de Conta Vinculada são os seguintes: as partes (as mesmas do contrato de compra e venda de participação societária e a instituição bancária); o objeto voltado para administração e custódia dos recursos; a obrigação das partes, principalmente a da instituição bancária no tocante à custódia dos recursos; a remuneração da instituição bancária pela prestação de serviço constante no objeto; a vigência, que estará diretamente relacionada ao tempo ou prazo pelo qual os recursos deverão ficar depositados na Conta Vinculada a fim de garantir a respectiva obrigação do contrato de compra e venda de participação societária; e o foro, que deverá ser o mesmo do contrato de compra e venda de participação societária.

2.2 Obrigações garantidas pelo contrato de Conta Vinculada

Para que seja possível elucidar quais são as obrigações garantidas pelo contrato de Conta Vinculada, faz-se necessário, inicialmente, demonstrar alguns aspectos do contrato de compra e venda de participação societária diretamente ligados ao contrato de Conta Vinculada.

Antes de partir para a elaboração do contrato de compra e venda de participação societária, uma das primeiras decisões relevantes é a definição do momento em que ocorrerá o fechamento da operação, ou seja, quando a participação societária será efetivamente transferida para o comprador e, em contrapartida, o preço será pago ao vendedor (*closing*) — se será

juntamente com a assinatura do contrato de compra e venda (*signing*) ou em momento posterior, condicionado ao acontecimento de determinados eventos futuros.⁸⁴

Quando a operação se estrutura de forma que o *closing* e o *signing* ocorram em momentos diferentes, as partes do contrato de compra e venda de participação societária estabelecem as condições suspensivas e o prazo para que ocorra o *closing*. Entre as condições suspensivas estão as seguintes: aprovação dos órgãos reguladores e/ou de defesa da concorrência, aprovações societárias (aprovação pelos acionistas e/ou conselho de administração), cisão de determinados ativos, constituição de provisões, pagamento de determinadas contingências, assinatura de contratos auxiliares, tais como o contrato de aluguel, a transferência de tecnologia, o licenciamento de marca, a assinatura de um contrato de gestão com os sócios vendedores que prestarão serviços para a sociedade após o *closing*, a regularização da titularidade de determinados ativos (como marcas e domínios registrados em nome dos sócios ou de terceiros, mas que, de fato, são de propriedade da empresa-alvo).⁸⁵

Como bem assevera Sérgio Botrel,⁸⁶ as condições para o *closing* estão relacionadas não diretamente à validade do contrato, mas à sua eficácia. Assim, enquanto não verificados todos os eventos enumerados como condição, o contrato não gera os efeitos pretendidos pelas partes. Por outro lado, as condições impostas ao fechamento da transação não conferem às partes o direito de denunciar o negócio jurídico, que é irrevogável e irretratável, salvo estipulação em contrário.

Considerando a irrevogabilidade e a irretratabilidade do contrato de compra e venda de participação societária, independentemente da existência de condições suspensivas, como uma forma de garantia para o comprador de que a empresa-alvo manterá a condução dos negócios de forma que nenhum evento afete relevantemente sua operação, as partes estabelecem algumas obrigações para o vendedor — por exemplo: (i) obrigação de não alteração das práticas contábeis da empresa; (ii) garantia de acesso aos livros e documentos sociais da empresa; (iii) direito do comprador de nomear um representante ou consultor para integrar a administração da empresa ou somente fiscalizar a administração; (iv) não realização de operações alheias ao

⁸⁴ FREUND, James C. An Overview of the Acquisition Agreement. In: FREUND, James C. **Anatomy of a Merger**. New York: Law Journal Press, 1975, p. 148. Cf.: “One of the first decisions to make in drafting an acquisition agreement, assuming it has not been resolved in the preliminar negotiations, is whether to have a simultaneous agreement and closing (i.e., where little to the stock or assets is transferred and the purchase price paid at the same time that the agreement is signed) or a deferred closing (i.e., where the agreement is signed first, with the closing of the transaction to take place at some point in the future).”

⁸⁵ ROCHA, Dinir Salvador Rios; NUNES, Marcelo Galiciano. *Term sheet* e contrato de compra e venda de ações ou quotas. In: ROCHA, Dinir Salvador Rio da; QUATTRINI, Larissa Teixeira (coord.). **Fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence**. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 71-114. [Série “GVlaw”], p. 91.

⁸⁶ BOTREL, Sérgio. Op. cit., p. 300.

curso normal dos negócios (tais como aquisições ou financiamentos relevantes); (v) manutenção da estrutura societária, dos administradores e empregados relevantes e outras.⁸⁷

Os elementos mínimos do contrato de compra e venda de ações ou quotas,⁸⁸ nos termos do artigo 482 do Código Civil brasileiro,⁸⁹ serão a definição das partes, objeto e preço; todavia, tratar-se-á brevemente das cláusulas que contêm as obrigações ligadas às garantias que a Conta Vinculada se propõe a cobrir; são elas: (i) preço; e (ii) responsabilidade por indenização.

2.2.1 O preço em contratos de compra e venda de participação societária

O preço em operações de fusão e aquisição é um dos principais pontos que envolvem a negociação das partes, pois existem diversas variáveis que podem impactar não somente o valor da empresa-alvo mas também o momento da disponibilidade do pagamento do preço. Por essa razão, o uso da Conta Vinculada é um aliado para a concretização de transações de fusão e aquisição, que não ocorreriam porque dificilmente as partes concordam quanto ao preço da empresa-alvo. Nesse sentido, a Conta Vinculada é uma forma de trazer segurança para o comprador e para o vendedor quanto ao pagamento do preço.

As partes do contrato de compra e venda de participação societária têm ampla liberdade de fixação do preço e da forma de pagamento em uma operação de fusão e aquisição, conforme prescrevem os artigos 487 e 488 do Código Civil brasileiro,⁹⁰ sendo vedado somente que se deixe ao arbítrio exclusivo de uma das partes a fixação do preço (art. 489).⁹¹ Por outro lado, a prática de mercado demonstra que a determinação do preço costuma seguir um método financeiro ou contábil.

⁸⁷ ROCHA, Dinir Salvador Rios; NUNES, Marcelo Galiciano. Op. cit., p. 91.

⁸⁸ No tocante à validade do ato jurídico, a parte geral do Código Civil apresenta os requisitos, conforme artigos 104, 166 e 171: “Art. 104. A validade do negócio jurídico requer: I - agente capaz; II - objeto lícito, possível, determinado ou determinável; III - forma prescrita ou não defesa em lei.” “Art. 166. É nulo o negócio jurídico quando: I - celebrado por pessoa absolutamente incapaz; II - for ilícito, impossível ou indeterminável o seu objeto; III - o motivo determinante, comum a ambas as partes, for ilícito; IV - não revestir a forma prescrita em lei; V - for preterida alguma solenidade que a lei considere essencial para a sua validade; VI - tiver por objetivo fraudar lei imperativa; VII - a lei taxativamente o declarar nulo, ou proibir-lhe a prática, sem cominar sanção.” “Art. 171. Além dos casos expressamente declarados na lei, é anulável o negócio jurídico: I - por incapacidade relativa do agente; II - por vício resultante de erro, dolo, coação, estado de perigo, lesão ou fraude contra credores.”

⁸⁹ Código Civil, art. 482: “A compra e venda, quando pura, considerar-se-á obrigatória e perfeita, desde que as partes acordarem no objeto e no preço.”

⁹⁰ Código Civil: “Art. 487. É lícito às partes fixar o preço em função de índices ou parâmetros, desde que suscetíveis de objetiva determinação. Art. 488. Convencionada a venda sem fixação de preço ou de critérios para a sua determinação, se não houver tabelamento oficial, entende-se que as partes se sujeitaram ao preço corrente nas vendas habituais do vendedor. Parágrafo único. Na falta de acordo, por ter havido diversidade de preço, prevalecerá o termo médio.”

⁹¹ Código Civil. “Art. 489. Nulo é o contrato de compra e venda, quando se deixa ao arbítrio exclusivo de uma das partes a fixação do preço.”

A forma de pagamento do preço poderá ser em dinheiro ou em bens (com um bem imóvel ou quotas/ações). Neste último caso, as partes deverão estabelecer o valor do bem que será ofertado para pagamento das quotas ou ações. O preço poderá, ainda, ser pago à vista (na data do fechamento) ou de forma diferida, por meio de parcelas fixas ou variáveis, sujeitas a determinadas condições.

A estipulação do pagamento do preço por meio de um valor prefixado e também de parcelas variáveis vinculadas à “performance” (desempenho da empresa nos anos seguintes, conforme período e critérios financeiros definidos pelas partes) da empresa-alvo (*earnout*) é comum nas operações de fusão e aquisição.⁹²

É importante considerar que, assim como o comprador exigirá uma garantia por eventuais contingências da empresa-alvo ou estabelecerá a compensação⁹³ de parcelas vincendas com eventuais obrigações líquidas que lhe forem imputadas por terceiros,⁹⁴ o vendedor também poderá exigir uma garantia, podendo ser fiança bancária, carta de crédito, garantias pessoais,⁹⁵ ou ainda o depósito dos recursos em uma Conta Vinculada.

É na cláusula do preço que se estabelece a realização do depósito de parte do preço na Conta Vinculada como garantia de contingências futuras da empresa-alvo de responsabilidade do vendedor ou em garantia de parcela variável do preço (*earnout*) para o vendedor. O depósito na Conta Vinculada em referência geralmente é feito na data do fechamento, ou seja, na mesma data em que é efetuado o pagamento do preço ao vendedor.

⁹² BOTREL, Sérgio. Op. cit., p. 292.

⁹³ A compensação tem previsão legal no Código Civil brasileiro em seus artigos 368 a 380: “Art. 368. Se duas pessoas forem ao mesmo tempo credor e devedor uma da outra, as duas obrigações extinguem-se, até onde se compensarem. Art. 369. A compensação efetua-se entre dívidas líquidas, vencidas e de coisas fungíveis. Art. 370. Embora sejam do mesmo gênero as coisas fungíveis, objeto das duas prestações, não se compensarão, verificando-se que diferem na qualidade, quando especificada no contrato. Art. 371. O devedor somente pode compensar com o credor o que este lhe dever; mas o fiador pode compensar sua dívida com a de seu credor ao afiançado. Art. 372. Os prazos de favor, embora consagrados pelo uso geral, não obstam a compensação. Art. 373. A diferença de causa nas dívidas não impede a compensação, exceto: I - se provier de esbulho, furto ou roubo; II - se uma se originar de comodato, depósito ou alimentos; III - se uma for de coisa não suscetível de penhora. Art. 374. A matéria da compensação, no que concerne às dívidas fiscais e parafiscais, é regida pelo disposto neste capítulo. (Vide Medida Provisória n. 75, de 24.10.2002) (Revogado pela Lei n. 10.677, de 22.5.2003). Art. 375. Não haverá compensação quando as partes, por mútuo acordo, a excluïrem, ou no caso de renúncia prévia de uma delas. Art. 376. Obrigando-se por terceiro uma pessoa, não pode compensar essa dívida com a que o credor dele lhe dever. Art. 377. O devedor que, notificado, nada opõe à cessão que o credor faz a terceiros dos seus direitos, não pode opor ao cessionário a compensação, que antes da cessão teria podido opor ao cedente. Se, porém, a cessão lhe não tiver sido notificada, poderá opor ao cessionário compensação do crédito que antes tinha contra o cedente. Art. 378. Quando as duas dívidas não são pagáveis no mesmo lugar, não se podem compensar sem dedução das despesas necessárias à operação. Art. 379. Sendo a mesma pessoa obrigada por várias dívidas compensáveis, serão observadas, no compensá-las, as regras estabelecidas quanto à imputação do pagamento. Art. 380. Não se admite a compensação em prejuízo de direito de terceiro. O devedor que se torne credor do seu credor, depois de penhorado o crédito deste, não pode opor ao exequente a compensação, de que contra o próprio credor disporia.”

⁹⁴ BOTREL, Sérgio. Op. cit., p. 291.

⁹⁵ ROCHA, Dinir Salvador Rios; NUNES, Marcelo Galiciano. Op. cit., p. 99.

Convém destacar que há transações em que as partes estipulam uma cláusula de compensação⁹⁶ das parcelas diferidas e ainda o depósito de parte do preço em Conta Vinculada. A compensação é destinada a passivos incorridos e líquidos, após o *closing*, de responsabilidade do vendedor; e a Conta Vinculada, para contingências não materializadas, conforme já tratado anteriormente.

As partes também podem estabelecer uma forma de ajuste de preço condicionada ao recebimento de algum crédito ou alguma ação judicial em trâmite que gerará um crédito de titularidade da empresa-alvo. Nesse caso, geralmente o comprador não aceita assumir os riscos da falta de recebimento do crédito, sendo que as partes estabelecem que o valor parcial do preço da transação correspondente ao benefício financeiro oriundo do crédito somente será pago ao vendedor se o crédito for recebido pela empresa-alvo.

Como se nota, pelo fato de o preço ser um dos pontos da negociação mais complexos e de difícil consentimento, quando há retenção de parcela do preço e a garantia por meio da Conta Vinculada, o potencial de conflito entre as partes no momento da liberação dos recursos costuma ser alto, daí a importância de as partes estabelecerem uma cláusula de solução de impasses no contrato de Conta Vinculada, como será visto neste trabalho.

2.2.2 Responsabilidades por indenizações nos contratos de compra e venda de participação societária

A definição da responsabilidade do vendedor por dívidas e obrigações da empresa-alvo após o fechamento da transação no contrato é pertinente para o comprador na medida em que ele, a despeito de ter realizado *due diligence*, somente tomará conhecimento aprofundado de todo o passivo e contingências depois do fechamento e de assumir a condição de sócio. Assim, as partes geralmente estabelecem que a responsabilidade do vendedor de indenizar atos e fatos anteriores ao fechamento do negócio é mantida, não gerando nenhum tipo de atenuante ou limitação que afete, de qualquer maneira, a obrigação do vendedor de indenizar o comprador.

A cláusula de responsabilidade costuma ser estruturada de forma que alguns pontos sejam dispostos: (i) data-limite em que o fato gerador do passivo ou da obrigação acarreta para o vendedor o dever de indenizar; (ii) prazo de responsabilidade do vendedor de indenizar o

⁹⁶ A compensação utilizada nos contratos de compra e venda de participação societária será aquela denominada “legal”, com respaldo em nosso ordenamento jurídico nos artigos 368 a 380 do Código Civil, ou ainda a “compensação voluntária”, em que se afasta a compensação legal e as partes estipulam a forma de compensação livremente.

comprador; (iii) limite máximo de valor de indenização; (iv) limite mínimo de valor de indenização; e (v) hipóteses em que não haverá a obrigação de indenizar.

Frequentemente, as partes do contrato de compra e venda de participação societária estabelecem que a responsabilidade do vendedor abrangerá atos e fatos da empresa-alvo ocorridos até a data do fechamento (ver figura 1, abaixo). Todavia, há casos em que a transação envolve isenção plena e irrestrita do vendedor por qualquer ato ou fato, independentemente da data do fato gerador, também conhecida como operação “porteira fechada”, ou seja, o comprador adquire a empresa-alvo “no estado em que se encontra” (ver figura 2, abaixo).

Figura 1 - Linha do tempo: responsabilidade do vendedor nos casos que abrangem os atos e fatos da empresa-alvo ocorridos até a data do fechamento⁹⁷

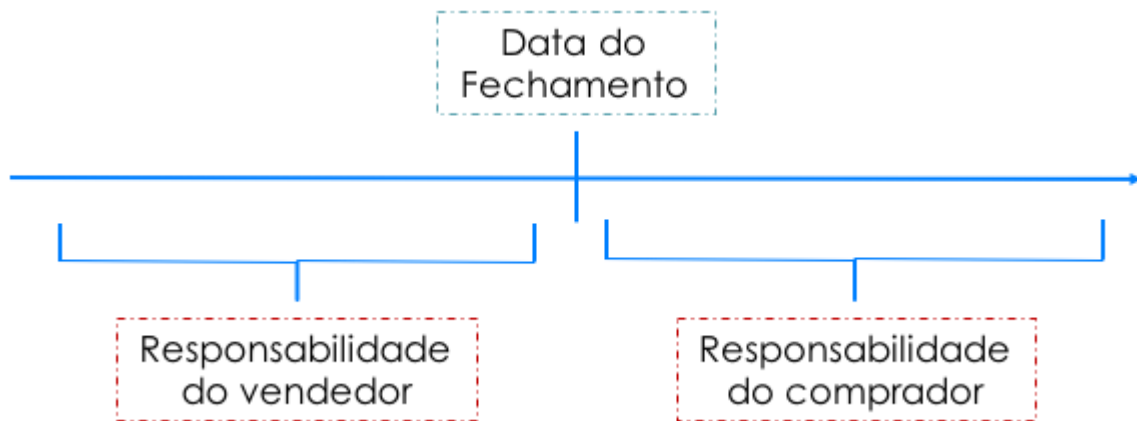


Figura 2 - Linha do tempo: responsabilidade do vendedor no caso de venda “porteira fechada”⁹⁸



O efeito prático da definição da data do fato gerador para fins de obrigação de indenizar pelo vendedor (“data de corte”) também é notado quando algum processo judicial ou

⁹⁷ Elaboração própria.

⁹⁸ Elaboração própria.

administrativo é promovido contra a empresa-alvo após a data do fechamento, mas possui conjuntamente fatos geradores anteriores e posteriores à data de corte. Como a data de corte, nesse exemplo, é a própria data do fechamento, as partes deverão calcular o valor de cada indenização (a de origem anterior e a de origem posterior à referida data), para fazer a devida alocação de responsabilidades entre vendedor e comprador.⁹⁹

Outro ponto relevante quando se trata de indenização é a definição do prazo do dever de indenizar pelo vendedor ao comprador ou a responsabilidade total do vendedor sem prazo estabelecido, ou seja, a definição (ou não) de uma data-limite até a qual o comprador poderá demandar o vendedor por qualquer passivo que tenha como fato gerador data anterior ao fechamento (quando for o caso) ou à obrigação.

A prática demonstra que, quando há a estipulação desse prazo, ele costuma coincidir com o prazo prescricional das contingências mais relevantes levantadas pelo comprador. Dessa maneira, quando a empresa-alvo tem predominantemente contingências de natureza tributária, o prazo estipulado pelas partes costuma ser de cinco anos, pois é esse o prazo prescricional da maioria dos tributos no Brasil.

A fixação de um limite de valor para a indenização pelo vendedor é um aspecto que pode constar do contrato de compra e venda de participação societária. Esse limite pode ser estabelecido de mais de uma forma: (i) a responsabilidade do vendedor poderá estar limitada a um valor máximo ou a determinado percentual do valor do negócio; (ii) o vendedor poderá responder apenas quando o valor do passivo sob sua responsabilidade atingir determinado valor mínimo pré-estipulado (identificado no jargão do mercado de fusões e aquisições como *basket*) — essa regra tem como justificativa evitar a burocracia, não precisar esperar transcorrer todo o procedimento de indenização quando o valor for baixo ou pouco representativo para o comprador; e (iii) o vendedor responde por todo passivo cujo fato gerador tenha ocorrido até a data de corte, exceto pelas reclamações trabalhistas propostas por empregados que venham a ser demitidos após o fechamento,¹⁰⁰ isso para evitar que o comprador antecipe a conversão de eventuais contingências trabalhistas em passivo por meio de demissões.

Convém ressaltar que todos os pontos abordados até aqui sobre a obrigação de indenizar pelo vendedor melhor se aplicam às operações em que há a venda total das quotas ou ações ou a alienação do controle societário, tendo em vista que, nesses casos, há a transferência do

⁹⁹ ROCHA, Dinir Salvador Rios; NUNES, Marcelo Galiciano. Op. cit., p. 102.

¹⁰⁰ HALEMBECK, Luiz Fernando Amaral. Compra e venda de sociedades fechadas. In: ROVAI, Armando Luiz; MURRAY NETO, Alberto (coords.). **As sociedades por ações na visão prática do advogado**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 157-158.

domínio sobre o negócio e do comando da atividade empresarial,¹⁰¹ permitindo assim a tomada de decisão quanto aos atos da sociedade.

Ainda quanto à responsabilidade do vendedor, há casos em que as partes estabelecem a exclusão da responsabilidade total do vendedor em determinadas situações. Luiz Fernando Amaral Halembeck destaca três deles: (i) atraso ou falta do pagamento da parcela retida do preço; (ii) oferta pública de ações da sociedade-alvo ou do comprador; e (iii) troca de controle da sociedade-alvo ou do comprador.¹⁰²

Além das três situações acima expostas, há também uma situação que não raramente acontece nas operações de fusão e aquisição posteriormente ao fechamento do negócio: é aquela em que o comprador deixa de notificar o vendedor de determinado passivo de responsabilidade do vendedor e a defesa do passivo fica prejudicada — nesse caso, pontualmente para aquele passivo que o comprador não notificou, o vendedor poderá ser eximido da responsabilidade de indenizar, tendo em vista que não lhe foi dada a oportunidade de apresentar defesa.

Embora de menor relevo, há também, nos contratos de compra e venda de participação societária, a obrigação de indenizar o vendedor atribuída ao comprador que incorra em quebra das declarações e garantias prestadas.

Para que seja possível, de forma eficiente, o ressarcimento do passivo indenizável — ou, como geralmente denominado nos contratos, as “perdas indenizáveis” (cuja definição na seção própria do contrato é altamente recomendada) —, o contrato deve contemplar a descrição de um procedimento a ser observado quando da constatação de algum evento que dispare a obrigação de indenizar imposta contratualmente ao vendedor.¹⁰³

O passivo indenizável pode ser caracterizado por alguma quebra de declaração e garantia prestada pelo vendedor ou até pelo comprador, ou por eventual reclamação de terceiros contra a empresa-alvo quando a data do fato gerador da referida reclamação alcança o período de responsabilidade do vendedor.

O procedimento de indenização por quebra de declaração costuma ser mais singelo, simplesmente havendo a obrigação de aquele prejudicado (“parte indenizada”) notificar a outra

¹⁰¹ No tocante à alienação de controle, Arnold Wald, Luiza Rangel e Ivo Waisberg descrevem que a alienação de controle aproxima-se à venda da empresa, no sentido de que o preço corresponde ao poder de dispor dos bens e de dirigir a atividade empresarial. O ativo e o passivo da companhia são elementos preponderantes na avaliação do investimento deste porte, mas o negócio não implica transferência de propriedade e sim poder de domínio sobre eles, no comando da atividade empresarial. (WALD, Arnoldo; MORAES, Luiza Rangel de; WAISBERG, Ivo. *Fusões, incorporações e aquisições: aspectos societários, contratuais e regulatórios*. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (coord.). **Fusão, Cisão, Incorporação e temas correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 30-75, p. 36-37).

¹⁰² HALEMBECK, Luiz Fernando Amaral. Op. cit., p. 157-158.

¹⁰³ BOTREL, Sérgio. Op. cit., p. 314.

parte (“parte indenizadora”), informando, com comprovação detalhada do passivo incorrido, os prejuízos que devem ser indenizados, bem como comprovando a responsabilidade da outra parte e outorgando, por conseguinte, um prazo para ressarcimento.

Já o procedimento de indenização de demanda de terceiros exige mais atenção, pois, como é uma situação que surge após o fechamento da transação, quem está na gestão da sociedade-alvo é o comprador e quem será demandado a indenizar é o vendedor. Por isso, geralmente há uma obrigação de notificar o vendedor tão logo se tenha conhecimento de algum fato que possa acarretar a responsabilidade deste. Assim, as partes estabelecem que o comprador deverá notificar o vendedor no prazo de até um terço do prazo legal previsto para a defesa da sociedade em hipótese de processo judicial ou administrativo,¹⁰⁴ ou, ainda, cria-se uma sistemática mais detalhada para que o prazo da notificação não prejudique o direito de defesa do vendedor, conforme modelo de cláusula constante no Apêndice A desta dissertação (“Modelo de cláusula de procedimento para notificação no caso de indenização”).

Adicionalmente ao prazo de defesa, um aspecto que deve constar no contrato é qual das partes assumirá a defesa objeto da demanda a ser indenizada, considerando que o vendedor deverá indenizar ao comprador o valor correspondente a eventual condenação, mas que, por sua vez, quem está na gestão da sociedade é o comprador, tendo este último inclusive acesso a todos os documentos da empresa. Trata-se de uma situação complexa.

Há quem entenda que, nesse caso, o mais sensato seria admitir que a defesa da empresa-alvo ficaria sob a responsabilidade do comprador, mas o vendedor teria o direito de ser notificado, em tempo hábil, de modo a poder intervir no processo na qualidade de assistente sem que houvesse impugnação por parte da empresa-alvo.¹⁰⁵

Por outro lado, ao se considerarem os interesses do vendedor — que deverá indenizar eventual condenação — a defesa, no caso de reclamação de terceiros que envolva o período de sua responsabilidade, poderia ser assumida pelo vendedor, sem prejuízo de o comprador contribuir, por meio de seus assessores.

Ainda do ponto de vista do vendedor, nos casos em que houver a configuração de responsabilidade do vendedor e do comprador, por se tratar de uma relação jurídica com terceiro que envolva um período parcialmente anterior à data do fechamento e parcialmente posterior à data do fechamento, os contratos costumam prever que deverá assumir a defesa aquele que tiver a responsabilidade preponderante. Por exemplo: considere-se que uma transação teve o fechamento em julho de 2016 e que, após essa data, determinado empregado ingressou com

¹⁰⁴ ROCHA, Dinir Salvador Rios; NUNES, Marcelo Galiciano. Op. cit., p. 102.

¹⁰⁵ BOTREL, Sérgio. Op. cit., p. 316.

uma reclamação trabalhista com pedido que envolve o período de janeiro de 2015 até dezembro de 2018. Nesse caso, quem deveria assumir a defesa seria o comprador, pois a responsabilidade do vendedor é de janeiro de 2015 até julho de 2016 (18 meses), ao passo que a responsabilidade do comprador é de agosto de 2016 até dezembro de 2018 (29 meses).

Sob esse aspecto, o que está em questão é saber qual das partes terá condições de apresentar a melhor defesa possível. Será antes o comprador, que tem acesso aos documentos da empresa-alvo, visto que este é um momento após o fechamento? Ou será o vendedor, que tem interesse em ganhar o processo ou, no mínimo, diminuir ao máximo o valor da condenação, tendo em vista que ele será responsável pelo pagamento? Cumpre examinar qual a relação dessa cláusula com a Conta Vinculada e com os potenciais impasses entre as partes para a liberação dos recursos nela depositados.

A prática demonstra que deixar para a compradora a responsabilidade pela defesa das demandas promovidas em face da empresa-alvo quando estas envolvem indenização pelo vendedor mostra-se o mecanismo mais eficaz por duas razões: em primeiro lugar, a compradora está na posse dos documentos da empresa-alvo e, em segundo, embora tenha a garantia de recebimento de eventual condenação, a compradora não terá interesse em gerar um precedente que seja negativo à sua imagem, portanto espera-se que ela busque a melhor defesa possível.

Ademais, no procedimento de indenização relacionado a demandas de terceiros, deverá constar o momento do ressarcimento pelo vendedor, se quando da notícia do passivo ou com o trânsito em julgado da demanda e/ou com o efetivo desembolso de recursos pela compradora. A prática demonstra que a obrigação de pagamento do valor devido da indenização nasce para o vendedor após uma sentença definitiva (trânsito em julgado) ou quando (por meio de decisão não definitiva ou necessidade de depósito judicial para apresentação de defesa) a compradora tem um desembolso efetivo, também denominado contratualmente de “perdas”.

Após discorrer em detalhes sobre a responsabilidade do vendedor de indenizar o comprador por contingências materializadas, a questão que se impõe é saber em que momento surge o impasse entre as partes sobre a liberação dos recursos na Conta Vinculada com essa finalidade, dado que os contratos de compra e venda de participação societária são tão minuciosos.

Os impasses podem surgir em diversas situações, as quais serão estudadas com profundidade no capítulo 4.

2.3 O contrato de Conta Vinculada como garantia do vendedor da participação societária

Como já tratado neste trabalho, a Conta Vinculada também pode ter como finalidade garantir obrigações do comprador em face do vendedor. Isso se dá, geralmente, nos casos de ajuste de preço ligados ao cumprimento de determinadas condições.

Não raro, nas operações de fusão e aquisição, o comprador e o vendedor não chegam a um consenso sobre o valor da empresa-alvo. Frequentemente, isso ocorre porque o comprador tem dúvidas sobre a projeção de fluxo de caixa (ou rentabilidade) futuro feita pelo vendedor ou sobre os documentos da empresa-alvo que dão suporte aos resultados financeiros e contábeis apresentados no período da *due diligence* e porque desconfia, em alguma medida, de que o vendedor possa realizar atos, entre o período das tratativas da transação e o fechamento, que alterem ou diminuam os ativos, o capital de giro ou outro valor da empresa-alvo e que, consequentemente, modifiquem o *valuation*¹⁰⁶ realizado pela compradora.

A alternativa utilizada para viabilizar a transação e trazer maior segurança para as partes é estruturar formas de ajuste de preço no contrato de compra e venda de participação societária, condicionando o pagamento de parte do preço ao cumprimento de determinadas condições negociadas entre as partes e capazes de aproximar as expectativas do comprador e as do vendedor quanto ao preço da transação.

Quando se está diante de condições relacionadas à confirmação e ao cumprimento de determinados resultados financeiros projetados para o futuro para pagamento de parte do preço após o fechamento, tem-se a chamada cláusula *earnout*. Por outro lado, quando há uma retenção de parte do preço, cujo pagamento depende de que certa declaração feita pelo vendedor no momento do fechamento seja confirmada mais tarde como correta, tem-se uma cláusula *holdback*.

Em ambos os casos, *earnout* ou *holdback*, as partes poderão estabelecer que o comprador deposite, na data do fechamento, os recursos financeiros vinculados às referidas obrigações em uma Conta Vinculada, como garantia de que, tão logo as condições se operem, o valor seja liberado para o vendedor.

O *holdback* é o montante proporcional do preço que o comprador retém na data do fechamento. Tal valor, a fim de dar uma garantia ao vendedor, pode ser depositado em uma Conta Vinculada (também chamada de *holdback account*) até que algumas condições ligadas ao cálculo do preço da empresa, dentro de determinado prazo, sejam cumpridas. Entre as

¹⁰⁶ *Valuation* pode ser traduzido, neste trabalho, como o valor da empresa.

condições que as partes costumam estabelecer estão as seguintes: (i) revisão da dívida líquida¹⁰⁷ da empresa-alvo; (ii) revisão do capital de giro da empresa-alvo; e (iii) revisão do inventário de ativos da empresa-alvo.

O Apêndice B deste trabalho apresenta um exemplo de utilização de *holdback* com Conta Vinculada para ajuste de preço.

Note-se que o *holdback* também pode ser utilizado em situações em que há contingências já materializadas, mas o vendedor e o comprador não concordam quanto às chances de êxito e, portanto, separa-se parte do preço em uma Conta Vinculada até o trânsito em julgado da referida demanda, como uma segurança para o vendedor de que, na hipótese de êxito da referida demanda judicial, os recursos serão liberados para ele.

Como já exposto, outra forma de utilizar a Conta Vinculada como garantia para o vendedor é, havendo cláusula de *earnout*, o comprador depositar nela o valor estimado — ou parte dele —, de modo que o vendedor possa recebê-lo nessa mesma conta. Como o *earnout* é uma parcela variável do preço, atrelada a resultados futuros da empresa, não é muito comum que o comprador aceite depositar essa parcela em uma Conta Vinculada; todavia, a depender da proporção que essa parcela variável representar no preço total da empresa-alvo (mormente se for uma parcela representativa do preço), tal garantia pode ser interessante para viabilizar a transação.

O *earnout* é um meio de compensar o vendedor com base nos futuros ganhos da empresa-alvo. Poderá estar atrelado aos resultados projetados pelo vendedor depreendidos dos resultados já demonstrados em exercícios anteriores ou, ainda, prever um escalonamento de resultados futuros de forma que, caso tais resultados atinjam níveis superiores aos esperados, seja acionado um gatilho para o vendedor receber.¹⁰⁸

Sob esse aspecto, Stanley Foster Reed, ao tratar das preocupações que o vendedor deve ter na formação do preço quando este envolve *earnout*, menciona que o vendedor está interessado em garantir que as mudanças na operação da empresa-alvo, após a venda, não afetem a capacidade da empresa de atingir os lucros desejados. O vendedor pode, portanto, buscar acordos em que o fundo de comércio (*goodwill*) seja ignorado ao fazer os cálculos e em que a empresa continuará a ser operada de forma consistente com as práticas do passado, sendo que as novas despesas administrativas gerais, após a venda, não possam ser reduzidas do

¹⁰⁷ Recomenda-se que o conceito de dívida líquida seja definido pelas partes do contrato de compra e venda de participação societária para que sejam reduzidas as chances de impasses quando do cálculo do valor final do preço e da liberação dos depósitos a título de *holdback*.

¹⁰⁸ REED, Stanley Foster; LAJOUX, Alexandre Reed; NESVOLD, Peter H. **The Art of M&A: A Merger Acquisition Buyout Guide**. 4. ed. Nova York: McGraw-Hill, 2007. [E-book], p. 132.

resultado. O vendedor também deve ficar atento às contas relacionadas à depreciação, aos encargos de juros e às transações entre empresas com a empresa do comprador.¹⁰⁹

Considerando a natural insegurança que o vendedor tem numa situação em que se vê compelido a confiar no fechamento dos resultados da empresa-alvo pelo comprador, a cláusula do preço que dispuser sobre *earnout* deverá conter, de forma clara e o mais objetiva possível, o racional do cálculo do resultado da empresa-alvo e a métrica de recebimento do preço. O Apêndice C deste trabalho contém um modelo de cláusula desse tipo.

Por fim, é importante assinalar que o vendedor pode valer-se de outras garantias ligadas ao recebimento de parcelas do preço quando a transação envolve o pagamento em parcelas diferidas. São elas a hipoteca,¹¹⁰ a alienação fiduciária¹¹¹ e o penhor.¹¹² Tais garantias são menos recorrentes em operações de fusão e aquisição, sendo que a alienação fiduciária e o penhor, geralmente, recaem sobre as quotas ou ações objeto da transação.

2.4 O contrato de Conta Vinculada como garantia do comprador da participação societária

A principal função, ou a mais utilizada, da Conta Vinculada nas operações de fusão e aquisição é garantir ao comprador o pagamento da indenização do valor correspondente às perdas¹¹³ de responsabilidade do vendedor, ou seja, aquelas cujo fato gerador seja anterior à data do fechamento (quando for o caso). Normalmente, o valor que é destinado à Conta

¹⁰⁹ REED, Stanley Foster; LAJOUX, Alexandre Reed; NESVOLD, Peter H. Op. cit., p. 133. Tradução livre do original: “*The seller is interested in ensuring that changes in the operation of the company after the sale do not affect the company’s ability to attain the targeted earnings. The seller may thus seek agreements that goodwill be ignored in making the calculations and that the company will continue to be operated in a fashion consistent with past practice and will not be charged with new administrative overhead expenses. The seller may also focus on depreciation, interest charges, and intercompany transactions with the buyer’s company.*”

¹¹⁰ A hipoteca tem previsão do Código Civil, no artigo 1.473 e seguintes: “Art. 1.473. Podem ser objeto de hipoteca: I - os imóveis e os acessórios dos imóveis conjuntamente com eles; II - o domínio direto; III - o domínio útil; IV - as estradas de ferro; V - os recursos naturais a que se refere o art. 1.230, independentemente do solo onde se acham; VI - os navios; VII - as aeronaves. VIII - o direito de uso especial para fins de moradia; IX - o direito real de uso; X - a propriedade superficiária.”

¹¹¹ O regime jurídico geral da propriedade fiduciária está disposto no Código Civil, nos artigos 1.361 e seguintes.

¹¹² O penhor tem amparo legal no artigo 1.431 do Código Civil: “Art. 1.431. Constitui-se o penhor pela transferência efetiva da posse que, em garantia do débito ao credor ou a quem o represente, faz o devedor, ou alguém por ele, de uma coisa móvel, suscetível de alienação. Parágrafo único. No penhor rural, industrial, mercantil e de veículos, as coisas empenhadas continuam em poder do devedor, que as deve guardar e conservar. Art. 1.432. O instrumento do penhor deverá ser levado a registro, por qualquer dos contratantes; o do penhor comum será registrado no Cartório de Títulos e Documentos.”

¹¹³ A definição de *perda* deve constar no contrato e geralmente tem a seguinte redação: “‘Perda’ significa quaisquer perdas, obrigações, demandas, passivos, exigências, constrições, danos, multas, prejuízos, custos ou despesas, incluindo honorários advocatícios e de outros especialistas, bem como custas judiciais.”

Vinculada está relacionado às contingências levantadas pelo comprador. Dependerá, contudo, da negociação entre as partes e do nível de risco de crédito que cada parte quer assumir.

Conforme assevera Fernando Alves Meira, a conta-corrente na qual é realizado o depósito em Conta Vinculada é uma conta-corrente comum, mantida em um banco comercial do Brasil. As regras específicas de movimentação e investimento dos recursos mantidos em tal conta são fixadas em um contrato formalizado entre o vendedor, o comprador e o banco onde tal conta será mantida. Embora vários bancos ofereçam serviços de abertura e manutenção de Conta Vinculada, é importante avaliar as credenciais de cada um e, especialmente, as políticas de investimentos permitidos. Existem bancos, por exemplo, que somente permitem investimentos em certificados de depósito bancário de sua própria emissão.¹¹⁴

A instituição financeira em que a conta será aberta costuma ser escolhida de comum acordo entre as partes, sendo que as tratativas para definição dos termos do contrato dessa conta devem ocorrer tão logo a instituição seja escolhida, pois a assinatura do referido contrato geralmente ocorre na data do fechamento do negócio.

Vale assinalar que, na prática, quando a transação tem as duas situações envolvidas — a criação de uma Conta Vinculada para retenção de preço (*holdback* ou *earnout*) e o depósito em Conta Vinculada para garantia de contingências —, as partes costumam abrir contas separadas, tendo em vista que, geralmente, a liberação dos recursos da conta *holdback* ocorre em um prazo mais curto e determinado, ao passo que o da Conta Vinculada dependerá da materialização ou não das contingências.

A titularidade da Conta Vinculada é um aspecto ao qual as partes devem ficar atentas. No Brasil, a Conta Vinculada deve ter como titular o vendedor, o comprador ou a empresa-alvo; a instituição financeira não poderá ser titular dessa conta e também não é possível abrir uma conta-corrente conjunta cujos titulares sejam pessoas jurídicas. Por outro lado, é possível abrir uma conta-corrente conjunta caso as partes sejam pessoas físicas; todavia, essa estrutura gera preocupações, por exemplo, sobre como lidar com o falecimento de um titular e seus direitos sucessórios enquanto titular da conta.¹¹⁵

Nesse sentido, aquele que não seja o titular da conta estará sujeito ao risco de crédito daquele que o seja — exemplos: (i) ordem judicial de bloqueio e/ou transferência de valores

¹¹⁴ MEIRA, Fernando Alves. Modalidades e garantias da obrigação de pagamento do preço e de indenizar de vendedores em transações de M&A. In: SIQUEIRA, Marcelo; BUHATEM, Fernanda Bastos; TREIGER, José Marcos; SHERIQUE, Elie Jacques (coord.). **Brasil M&A**: guia para fusões e aquisições de empresas brasileiras. Rio de Janeiro: Donnelly Financial Solutions do Brasil, 2017, p. 101-110, p. 105. Disponível: <https://www.infoinvest.com.br/laminas/brasil-m-a/brasil-m-a.pdf>. Acesso em: 29 maio 2019.

¹¹⁵ MEIRA, Fernando Alves. Op. cit., p. 105.

(BacenJud) na Conta Vinculada; (ii) insolvência, falência ou recuperação judicial do titular da conta; ou (iii) morte do titular da conta.

A prática demonstra que a Conta Vinculada para fins de garantia de operações de fusão e aquisição é uma conta padrão, mas que sua movimentação é regulada por meio de um contrato. Isso quer dizer que, não havendo uma regulação que se sobreponha à determinação judicial quanto ao bloqueio judicial de uma obrigação do titular da conta, de modo a impedir a indisponibilidade dos recursos, o bloqueio ocorrerá.

O desafio jurídico se encontra nesse ponto, pois, ao manter a Conta Vinculada em nome do vendedor, do comprador ou da sociedade-alvo, os recursos ficam expostos aos riscos de constrições (penhora *online* e bloqueio da conta) relacionadas a obrigações alheias à relação de compra e venda de participação societária, ou, ainda, à recuperação judicial e/ou à falência do titular da conta, sujeitos, portanto, ao concurso de credores desses processos.

Desse ponto de vista, o risco de penhora *online* ou bloqueio da conta pode ser mitigado com a inclusão de uma cláusula no contrato de compra e venda de participação societária que estipule que, se, a qualquer tempo e por qualquer motivo não relacionado ao contrato de compra e venda das quotas/ações, uma parte ou a totalidade dos recursos depositados na Conta Vinculada se tornar indisponível, o depositante (comprador ou vendedor titular da conta) deverá notificar o beneficiário (comprador ou vendedor) em um prazo determinado e ainda recompor o valor indisponível, conforme modelo de cláusula constante no Apêndice D desta dissertação.

Note-se que o contrato deve estabelecer o procedimento, com imposição dos prazos para restituição dos valores objeto da indisponibilidade, inclusive com uma cláusula penal para incentivar que o titular da conta recomponha os valores com brevidade, afinal, a depender do montante e do prazo pelo qual a conta ficar sem saldo ou com saldo parcial, a remuneração sobre ele pode ser impactada de forma significativa.

Como mencionado, outro ponto de problematização da Conta Vinculada é o risco de falência e/ou recuperação judicial do titular da conta, pois, nessa situação, o beneficiário deverá concorrer com o rol de credores vinculados ao processo de falência ou recuperação judicial, sendo que os recursos da conta poderão ter uma destinação diversa do estipulado no contrato de compra e venda de participação societária.

Nesse sentido, o artigo 49, inciso II, da Lei n. 11.101/2005 (Lei de Falências) estabelece que as obrigações anteriores à recuperação judicial observarão as condições originalmente contratadas ou definidas em lei, salvo se de modo diverso ficar estabelecido no plano de recuperação judicial. Isso quer dizer que, se o plano de recuperação apresentar uma proposta de pagamento que não contemple a manutenção das condições do contrato de Conta Vinculada

e a assembleia de credores aprová-lo, os valores depositados na conta vinculada poderão ser utilizados para pagamento de outros credores.

Uma forma de sanar esse risco seria ceder fiduciariamente os direitos creditórios da conta vinculada para o beneficiário, pois, nesse caso, conforme estabelece o inciso III do artigo 49 da Lei de Falências, o credor titular de posição de proprietário fiduciário de bens móveis, com cláusula de irrevogabilidade e irretratabilidade, não se submete aos efeitos da recuperação judicial, sendo mantidos os direitos de propriedade sobre a coisa e as condições contratuais.

A cessão fiduciária encontra respaldo na Lei n. 9.514/1997, que trouxe o aperfeiçoamento da configuração dessa garantia, explicitando com maior clareza o conteúdo e os efeitos da cessão e permitindo a utilização generalizada da garantia, em vez de se restringir somente às situações decorrentes da alienação de imóveis.¹¹⁶ Assim, pelo contrato de cessão fiduciária em garantia, opera-se a transferência da titularidade dos créditos cedidos para o credor (beneficiário da conta vinculada) até a liquidação da dívida. Isso quer dizer que a alienação fiduciária implica a criação de um patrimônio de afetação, que tem por objeto o bem alienado ou cedido fiduciariamente.¹¹⁷

No contexto dos recursos depositados em uma Conta Vinculada, quando se promove a cessão fiduciária dos direitos creditórios dessa conta, opera-se o efeito de um patrimônio de afetação e a consequente proteção de eventual falência do devedor fiduciante, tendo em vista que a própria Lei de Falências, em seu artigo 119, inciso IX, prescreve que os patrimônios de afetação, constituídos para cumprimento de destinação específica, obedecerão ao disposto na legislação respectiva, permanecendo seus bens, direitos e obrigações separados dos do falido até o advento do respectivo termo ou até o cumprimento de sua finalidade, ocasião em que o administrador judicial arrecadará o saldo a favor da massa falida ou inscreverá na classe própria o crédito que contra ela remanescer.

Ainda sobre a titularidade da Conta Vinculada, outra questão que merece destaque é o risco tributário do vendedor caso tenha que pagar o ganho de capital sobre os valores depositados na Conta Vinculada em razão de o Fisco entender que, por terem natureza jurídica de preço, uma vez que foram depositados pelo comprador em uma conta de titularidade do vendedor, tais valores estão disponíveis e, portanto, ensejam a cobrança do tributo. Felizmente, o entendimento mais recente da jurisprudência no Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (CARF), órgão que analisa administrativamente os casos de natureza tributária no âmbito

¹¹⁶ CHALHUB, Melhim Namem. **Alienação fiduciária**: negócio fiduciário. 5. ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 375-376.

¹¹⁷ Ibidem, p. 232; p. 379.

federal, é o de que só poderá haver incidência de imposto de renda, decorrente da alienação de bens e direitos, relativo a rendimentos depositados em conta-garantia quando houver acréscimo patrimonial e efetiva disponibilidade econômica ou jurídica do valor ao alienante, ou seja, quando realizadas as condições a que estiver subordinado o negócio jurídico.¹¹⁸

Outra questão relevante a que as partes devem se ater quando da escolha do titular da Conta Vinculada é que os impostos retidos sobre as aplicações financeiras devem ser tratados como despesas dedutíveis para o titular da conta¹¹⁹ e, como tais, deveriam ser levados em consideração quando da definição dos valores a serem desembolsados para quem de direito.¹²⁰

O prazo durante o qual os recursos financeiros ficam depositados na Conta Vinculada costuma coincidir com o prazo prescricional das obrigações tributárias (geralmente cinco ou seis anos após o fechamento), todavia, não raro, as partes negociam liberações parciais e periódicas para o vendedor na hipótese de não ocorrerem contingências na empresa-alvo que gerem ao vendedor a obrigação de indenizar. No Apêndice E deste trabalho, traz-se um exemplo de cláusula que assegura liberações parciais (“Modelo de cláusula do contrato *escrow* sobre liberações parciais”).

As liberações, sejam parciais ou totais, sempre dependerão de (i) um levantamento para identificar se houve alguma contingência materializada de responsabilidade do vendedor, cujo valor deve ficar retido na conta até a solução definitiva da demanda, (ii) um levantamento para identificar se houve algum passivo cujo valor já foi desembolsado pela compradora e que, portanto, o vendedor deve indenizar, devendo o valor correspondente ser liberado para a compradora, e não para o vendedor, e (iii) assinatura das duas partes em uma notificação ao banco para liberação dos recursos.

¹¹⁸ “A incidência do imposto de renda sobre o ganho de capital, decorrente da alienação de bens e direitos, relativo a rendimentos depositados em conta-garantia, somente ocorrerá quando ocorrer a efetiva disponibilidade econômica ou jurídica para o alienante, ou seja, quando realizadas as condições a que estiver subordinado o negócio jurídico. Dessa forma, conforme decidido pela primeira instância, equivocado o procedimento adotado pela Fiscalização em tributar o valor de R\$ 33.000.000,00, depositado na conta-garantia, ou Conta de Caução de Ajuste, posto que o contribuinte não possuía, em 30/04/2007, disponibilidade econômica ou jurídica sobre essa quantia. Somente em setembro de 2007 houve a disponibilidade de parte do valor depositado na referida conta-garantia, quando foi liberada a quantia de R\$ 13.384.819,38 de acordo com os documentos de fls. 1.063 e 1.072 a 1.075. Ante o exposto, voto no sentido de conhecer do Recurso de Ofício e NEGAR-LHE provimento.” (BRASIL. Ministério da Fazenda. Conselho Administrativo de Recursos Fiscais. **Processo administrativo n. 19515.720697/2011-28**. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4123735/mod_resource/content/0/CARF%20-%20ESCROW%20-%20PESSOA%20FISICA%20-%20Decisao_19515720697201128.PDF. Acesso em: 8 fev. 2019).

¹¹⁹ No geral, as empresas optantes pelo lucro real podem reconhecer as despesas financeiras como despesas dedutíveis, reduzindo assim a base de cálculo dos tributos incidentes sobre o lucro, mas cada empresa tem sua particularidade, devendo ser analisado caso a caso.

¹²⁰ MEIRA, Fernando Alves. Op. cit., p. 105.

Por esse ângulo, Fernando Alves Meira comenta que, caso as partes não cheguem a um acordo em relação a determinada instrução ao banco e se inicie uma disputa, o banco terá o direito assegurado de esperar o término da disputa e somente então efetuar o pagamento que vier a ser determinado a quem de direito, ou rescindir o contrato e transferir os recursos para um depósito judicial.¹²¹

Por fim, não se pode deixar de mencionar que existem outras garantias utilizadas em operações de fusão e aquisição que cumprem uma finalidade semelhante à da Conta Vinculada. São elas (i) a retenção de parcelas vincendas do preço e (ii) o seguro de M&A.

A retenção de parcelas vincendas do preço pode ser utilizada quando há uma transação com o pagamento de parte do preço de forma diferida, caso em que as partes estabelecem que o comprador poderá reter das parcelas vincendas o valor correspondente a eventual passivo de responsabilidade do vendedor.

Já no caso do seguro de M&A,¹²² a apólice de seguro de fusão e aquisição é contratada pelo comprador e oferece cobertura para as perdas financeiras resultantes de infrações às representações e garantias dadas pelo vendedor no contrato de compra e venda. O período de vigência da apólice acompanha o período das garantias previsto no contrato de aquisição, podendo chegar a seis anos, e a franquia varia entre um por cento e três por cento do valor da operação.

¹²¹ MEIRA, Fernando Alves. Op. cit., p. 106.

¹²² SÁ, Flavio. Seguro M&A: gestão eficiente do passivo oculto. **Lexisnexus**, [S.d.]. Disponível em: <https://www.lexisnexus.com.br/lexis360/doc/3146784/seguro-de-ma-gestao-eficiente-do-passivo-oculto>. Acesso em: 10 dez. 2018.

3 ENQUADRAMENTO JURÍDICO DO CONTRATO DE CONTA VINCULADA

Antes de adentrar o estudo do enquadramento jurídico da Conta Vinculada e do contrato de Conta Vinculada, não se pode deixar de mencionar que há uma coligação entre o contrato de Conta Vinculada e o contrato de compra e venda de participação societária (contrato principal). Essa união dos contratos se dá por uma dependência unilateral, ou seja, a existência e a validade do contrato de Conta Vinculada estão condicionadas à existência e à validade do contrato de compra e venda de participação societária. A esse tipo de coligação contratual é dado o nome de união com dependência (cf. classificação de Enneccerus).¹²³

Por outro lado, embora o contrato de Conta Vinculada e o contrato de compra e venda de participação societária sejam coligados, cada um mantém sua individualidade, com a aplicação das regras próprias de um e de outro, as quais têm naturezas jurídicas distintas. O contrato de compra e venda de participação societária tem a natureza jurídica de um contrato típico de compra e venda, nos termos do artigo 481 e seguintes do Código Civil; quanto ao contrato de Conta Vinculada, cumpre determinar qual é sua natureza jurídica e qual o efeito prático desse enquadramento jurídico para as partes contratantes.

Para que seja possível identificar a natureza jurídica do contrato de Conta Vinculada, necessita-se preliminarmente tratar da natureza jurídica dos recursos depositados nesse tipo de conta, ou seja, é preciso determinar se, quando o comprador realiza o depósito dos recursos financeiros em uma Conta Vinculada, por uma obrigação oriunda do contrato de compra e venda de participação societária, esses recursos têm natureza jurídica de preço. Se assim for, cabe ainda estabelecer se sua natureza será essa mesmo que a finalidade do depósito seja garantir o comprador ou o vendedor quanto às obrigações assumidas no contrato de compra e venda de participação societária.

Nas operações de fusão e aquisição, parece claro que os recursos depositados na Conta Vinculada não possam ter outra natureza jurídica que não a de preço; também não deve haver dúvidas de que o valor em questão já compõe o preço de venda fixado entre as partes, mesmo estando provisoriamente retido para garantir possíveis ajustes de preço, indenizações por contingências e passivos incorridos posteriormente e eventuais danos e perdas por declarações falsas ou imprecisas a serem ressarcidos pelo vendedor ao comprador, entre outras demandas. Assim, o valor retido pelo comprador a título de *holdback/escrow* é preço devido ao vendedor,

¹²³ GOMES, Orlando. **Contratos**. Atualizado por Antonio Junqueira de Azevedo e Francisco Paulo de Crescenzo Marino. Coordenação Edvaldo Brito. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 212.

que, contudo, concordou em não dispor desse montante para garantir eventuais pleitos do comprador.¹²⁴

A qualificação da natureza jurídica de preço dos recursos depositados na Conta Vinculada confirma-se na prática contratual, na medida em que não se reduzem do valor do preço os recursos depositados na Conta Vinculada; pelo contrário, estabelece-se que parte do preço será retida mediante depósito na Conta Vinculada, sendo que sua liberação estará sujeita a determinadas condições.

Note-se que o preço já está definido pelas partes com uma condição resolutiva¹²⁵ de que (no caso da utilização da Conta Vinculada para garantia de contingências, por exemplo), caso haja a materialização de uma contingência de responsabilidade do vendedor, aquele preço sofrerá um ajuste para baixo, ou seja, o contrato de compra e venda de participação societária e, portanto, a cláusula de preço, já produz efeito e validade desde a sua assinatura.

Sob esse aspecto, João Tiago Morais Antunes afirma que o contrato *escrow* tem como função econômica e individual garantir o cumprimento das obrigações futuras de um contrato bilateral, principal, em que a prestação das partes não ocorre de forma simultânea, existindo, assim, o risco de uma delas não cumprir quando a outra já realizou a sua prestação.¹²⁶

O estudo do enquadramento jurídico da Conta Vinculada mostra-se relevante tendo em vista que não há regulação¹²⁷ para esse tipo de conta por parte do Banco Central do Brasil ou do Conselho Monetário Nacional, tampouco há a tipicidade clara do contrato que formaliza essa relação jurídica entre as partes, conforme será visto neste capítulo.

Ultrapassadas essas premissas de que o contrato de Conta Vinculada é um contrato vinculado ao contrato de compra e venda de participação societária, mas independente, e que os valores objeto do depósito na conta têm natureza jurídica de preço, por meio de uma relação jurídica principal perfeita e acabada, sujeitando-se somente a uma condição resolutiva, parte-se para a análise em pormenor da natureza jurídica do contrato de Conta Vinculada

¹²⁴ PAIVA, Mariana Monte Alegre de. **Controvérsias tributárias dos mecanismos contratuais de ajuste de preço em operações de fusões e aquisições**. São Paulo: Almedina, 2019.

¹²⁵ A condição resolutiva está prevista no Código Civil, sem seus artigos 127 e 128: “Art. 127. Se for resolutiva a condição, enquanto esta se não realizar, vigorará o negócio jurídico, podendo exercer-se desde a conclusão deste o direito por ele estabelecido. Art. 128. Sobrevindo a condição resolutiva, extingue-se, para todos os efeitos, o direito a que ela se opõe; mas, se aposta a um negócio de execução continuada ou periódica, a sua realização, salvo disposição em contrário, não tem eficácia quanto aos atos já praticados, desde que compatíveis com a natureza da condição pendente e conforme aos ditames de boa-fé.”

¹²⁶ ANTUNES, João Tiago Morais. Op. cit., p. 272.

¹²⁷ Em consulta ao Banco Central do Brasil sobre eventual regulação das Contas Vinculadas, foi recebida a seguinte resposta: “Não há normativos do Banco Central ou do Conselho Monetário Nacional que tratem do assunto ‘contas vinculadas’.” (Cf. Anexo desta dissertação).

Como já tratado neste trabalho, o contrato de Conta Vinculada, quando utilizado em operações de fusão e aquisição, é um contrato trilateral, por envolver a instituição bancária, o depositante (comprador) e o beneficiário (vendedor), todos vinculados como parte do contrato de Conta Vinculada.

Ademais, é possível afirmar que o contrato de Conta Vinculada é um contrato oneroso, real, cuja atipicidade ou tipicidade será vista ainda dentro deste capítulo.

O contrato de Conta Vinculada é oneroso, na medida em que a instituição bancária é remunerada pela administração dos recursos depositados na conta, e real, pois o contrato somente se aperfeiçoará com a transferência dos recursos para a conta-corrente custodiada pela instituição bancária — ou seja, antes de os recursos serem depositados, o contrato não produz efeitos.

Sobre o enquadramento jurídico ligado à tipicidade do contrato de Conta Vinculada, ressalte-se que a abordagem adotada neste trabalho será voltada para as formas de sua utilização destacadas nas operações de fusão e aquisição, pois o tema do enquadramento jurídico do contrato de Conta Vinculada, *per se*, tem uma amplitude maior do que este trabalho pretende alcançar, quando envolve sua aplicação em outros tipos de operação que não as que são objeto deste trabalho.

Sendo assim, consideradas as características essenciais da Conta Vinculada e do contrato que formaliza essa conta, já expostas anteriormente, serão abordados os institutos jurídicos já normatizados no direito brasileiro e se examinará em que medida é possível realizar a aplicação da norma ao contrato de Conta Vinculada.

3.1 A Conta Vinculada e o depósito

O depósito bancário se aproxima das características típicas da Conta Vinculada; há, todavia, outras características que impedem a aplicação plena das regras do depósito à Conta Vinculada: (i) no caso da Conta Vinculada, a restituição dos recursos depositados não decorre da vontade unilateral do depositante, pois a instituição bancária somente poderá liberá-los mediante instrução do depositante e da outra parte do contrato (beneficiário), em conjunto; (ii) haverá situações em que os recursos depositados na Conta Vinculada serão liberados para pessoa diversa do titular da conta de depósito (beneficiário), e outras situações em que será liberado para o próprio depositante, sendo um sujeito alternativamente determinado; (iii) a Conta Vinculada tem uma estrutura cuja finalidade, para o depositante e para o beneficiário, é

garantir uma obrigação do contrato principal coligado, função esta que não há no depósito bancário.

No Brasil, o depósito é um contrato típico, que tem seu tratamento nos artigos 627 a 652 do Código Civil brasileiro. Trata-se de um contrato pelo qual o depositário recebe um objeto móvel, para guardá-lo, até que o depositante o reclame. Pode ser contrato gratuito — neste caso, unilateral, ou seja, o contrato somente estabelecerá obrigações para o depositário — ou, ainda, oneroso e bilateral —, isso quando o contrato resultar de atividade negocial ou se o depositário o praticar por profissão (o depositante obriga-se a pagar remuneração para o depositário e eventuais indenizações pela conservação da coisa depositada).

O depósito é um contrato real e *intuitu personae*, ou seja, por ser real, para se tornar perfeito e acabado, requer não apenas o consentimento das partes mas também a efetiva entrega da coisa ao depositário, a menos que ela já esteja em sua posse. No que diz respeito ao depositário, por outro lado, por ser *intuitu personae*, ele deve ser escolhido pelas partes pelo critério de confiança, especialmente quando o depósito tem função de garantia, sendo que a pessoalidade constitui elemento natural desse negócio jurídico.¹²⁸

A característica mais marcante do contrato de depósito é a custódia do bem, ou seja, o dever de guarda e conservação da coisa depositada com cuidado e diligência, assim como a sua restituição, acrescida ela de todos os frutos, quando o depositante o exigir (artigo 629 do Código Civil).

Por outro lado, a obrigação do depositário de restituir a coisa quando o depositante exigir, conforme prescreve o artigo 633 do Código Civil brasileiro, não tem cabimento para o caso da Conta Vinculada, em que a restituição dos recursos depositados depende não somente da vontade do depositante mas da do beneficiário também. Além disso, quando o depósito ocorrer no interesse de terceiro, segundo o artigo 632 do Código Civil, o depositário estará impedido de restituir o bem ao depositante sem o consentimento desse terceiro.

Sobre o depósito no interesse de terceiro, Gustavo Tepedino afirma que a regra do artigo 632 do Código Civil afigura-se passível de interpretação simples: o contrato de depósito pode realizar-se no interesse de terceiro. Trata-se de verdadeiro contrato em favor de terceiro (art. 436 a 438 do Código Civil).¹²⁹

Quando se analisa o caso do depósito em favor de terceiro, trazendo-o para a realidade do contrato de Conta Vinculada, duas possíveis incompatibilidades podem surgir. A primeira é

¹²⁸ GOMES, Orlando. Op. cit., p. 414.

¹²⁹ BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. **Código Civil interpretado**: conforme a Constituição da República. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, p. 393.

a de considerar o beneficiário um terceiro estranho à relação, pois o beneficiário, sendo parte do contrato de Conta Vinculada, não é um terceiro alheio à relação jurídica. A segunda possível incompatibilidade é que, na formação do contrato, não se sabe para quem os recursos serão liberados, se para o depositante ou para o depositário, portanto, em sua essência, não se poderia afirmar que se trata de um contrato de depósito típico no interesse de terceiro.

Ainda sobre o depósito, é importante destacar que o Código Civil, ao tornar o negócio jurídico de depósito de coisa móvel um contrato típico, estabeleceu, em seu artigo 645, que “o depósito de coisas fungíveis, em que o depositário se obrigue a restituir objetos do mesmo gênero, qualidade e quantidade, regular-se-á pelo disposto acerca do mútuo”, conhecido na doutrina como “depósito irregular”.

Assim, considerando que a Conta Vinculada geralmente tem como objeto o depósito de recursos financeiros, questiona-se se é o caso de aplicação do artigo 645 do Código Civil, conforme acima mencionado, e do enquadramento dessa conta como mútuo. A resposta é negativa, pois o depósito irregular não pode ser considerado mútuo, nos termos dos artigos 586 a 592 do Código Civil brasileiro, por uma característica essencial do mútuo que não se admite no depósito irregular: a transferência do domínio da coisa emprestada ao mutuário (art. 587 do Código Civil).

Sob esse aspecto, ressalta-se que o depósito irregular e o mútuo distinguem-se pelo fim econômico: o depósito irregular é feito no interesse do depositante, ao passo que o mútuo se faz no interesse do mutuário.¹³⁰ Ademais, o depósito irregular visa assegurar a disponibilidade da coisa; o depositário, ao guardá-la, não aumentará seu patrimônio, visto que do seu ativo sempre será excluído o valor representativo do *quantum* depositado, sujeito a restituição a qualquer momento, o que não ocorrerá com o empréstimo, uma vez que o bem mutuado se incorporará ao patrimônio do devedor.¹³¹

Como já mencionado alhures, as Contas Vinculadas, no Brasil, quando utilizadas em operações de fusão e aquisição, via de regra, envolverão uma instituição bancária como depositário. Portanto, não se pode deixar de considerar que, embora em outros países a figura do agente fiduciário possa ser exercida por pessoa diversa de uma instituição financeira, no Brasil tal prática não é aplicável.

¹³⁰ GOMES, Orlando. Op. cit., p. 420.

¹³¹ DINIZ, Maria Helena. **Tratado teórico e prático dos contratos**. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2013, v. 3, p. 312-313.

Sendo assim, considerando-se que uma das partes envolvida no negócio jurídico “Conta Vinculada” tem uma empresa autorizada a exercer atividades próprias de bancos,¹³² o estudo da Conta Vinculada nos leva à análise do depósito bancário.

Como bem asseveram Ivo Waisberg e Gilberto Gornati,¹³³ consiste em depósito, no âmbito das operações bancárias, o contrato celebrado entre o depositante e a instituição financeira, por meio do qual a instituição financeira, em uma operação passiva (a sua principal operação nessa modalidade), se encarrega do ônus de guardar os bens ali depositados, devendo restituí-los, na mesma espécie, quando da manifestação do depositante para tanto e/ou dentro do prazo razoável estabelecido entre as partes contratantes.

Assim, quando se está diante de um depósito bancário, a natureza jurídica desse instituto pode passar por três possibilidades distintas: a do depósito irregular, a do mútuo feneratício¹³⁴ ou a de um contrato atípico.

Embora o contrato de depósito bancário tenha características típicas do depósito irregular (guarda de coisa fungível), nele há uma relação creditícia, além da custódia do dinheiro; por outro lado, embora o contrato de mútuo tenha a relação creditícia (empréstimo de recursos financeiros para posterior restituição) que o depósito bancário exige, a fixação do prazo para restituição dos recursos financeiros é essencial, enquanto no depósito bancário o depositante pode sacar total e imediatamente (salvo nas modalidades pré-aviso e prazo fixo).¹³⁵

Destaca-se a conclusão de Orlando Gomes ao tratar do depósito bancário e de sua natureza jurídica controvertida: “Será um misto de depósito e mútuo, mas, com tais particularidades, que se torna impraticável aplicar-se-lhe as disposições concernentes aos dois contratos. Rege-se, realmente, por normas próprias.”¹³⁶

Esse também é o entendimento dos tribunais sobre o tema, ao considerarem que não é possível, pura e simplesmente, enxergar no contrato de depósito bancário nem a figura do irregular nem a figura do mútuo, porque tem ele pontos de contato com ambos, mas contém peculiaridades que não podem ser esquecidas.¹³⁷

¹³² GOMES, Orlando. Op. cit., p. 396.

¹³³ WAISBERG, Ivo; GORNATI, Gilberto. **Direito bancário**: contratos e operações Bancárias. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 135.

¹³⁴ O mútuo está previsto no Código Civil brasileiro em seus artigos 586 a 592, sendo feneratício aquela espécie em que há fins econômicos, ou seja, aplicação de juros, conforme preceitua o artigo 591 do Código Civil: “Art. 591. Destinando-se o mútuo a fins econômicos, presumem-se devidos juros, os quais, sob pena de redução, não poderão exceder a taxa a que se refere o art. 406, permitida a capitalização anual”.

¹³⁵ ABRÃO, Nelson. **Direito bancário**. 17. ed. atual. e ampl. por Desembargador Carlos Henrique Abrão. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 135.

¹³⁶ GOMES, Orlando. Op. cit., p. 400.

¹³⁷ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n. 501.401/MG**. Rel. Min. Carlos Alberto Menezes Direito, j. 14 abr. 2004, apud WAISBERG, Ivo; GORNATI, Gilberto. Op. cit., p. 136.

É importante ressaltar que não se confunde a modalidade denominada depósito bancário vinculado com a Conta Vinculada objeto deste trabalho. Na primeira, a movimentação está condicionada a determinados fatos, servindo de garantia a outras operações a serem realizadas pelo banco,¹³⁸ ao passo que, na Conta Vinculada utilizada em operações de fusão e aquisição, a movimentação está condicionada a fatos determinados pelas partes, e não a operações realizadas com o próprio banco na condição de credor.¹³⁹

Assim, há autores que entendem que depósitos em Conta Vinculada, considerados depósitos “especiais”, são, na realidade, formas anômalas de depósito bancário, porque não se reduzem aos elementos da conceituação do depósito bancário.¹⁴⁰ É o que ocorre com os chamados “depósitos transitórios” ou “contas de passagem” (típicos das operações de *project finance*): são formados por somas que o banco detém por conta e ordem do cliente em razão de peculiares relações de mandato, comissão etc., somas que permanecem confiadas às suas mãos como bens de terceiros e que, portanto, não podem receber uma destinação diversa daquela própria da relação que lhe dá causa.¹⁴¹

Ainda sobre o direito bancário, convém mencionar que, a despeito de a prática demonstrar que os bancos utilizam uma conta-corrente padrão com a finalidade de Conta Vinculada, não se pode enquadrar esta última na natureza jurídica de um contrato de conta-corrente puro, pois a conta-corrente tem como objeto o depósito e o saque de forma continuada entre o cliente e o banco. Assim, pelo mecanismo da conta-corrente, estipula-se a liquidação por diferença, mediante compensação de débitos contrapostos, tendo como elemento característico do contrato a compensabilidade dos créditos e débitos,¹⁴² o que não ocorre no contrato de Conta Vinculada, em que há somente um momento de depósito e liberações (saques) em datas ou momentos específicos.

Diante de todo o exposto, não se pode concluir que a natureza jurídica da Conta Vinculada seja nem a de um contrato típico de depósito comum nem a de um depósito irregular (art. 645 do Código Civil), tendo em vista que tal conta não está sujeita, na totalidade, nem às normas aplicáveis ao depósito comum nem àquelas aplicáveis ao depósito irregular, podendo

¹³⁸ DINIZ, Maria Helena. Op. cit., v. 4, p. 839.

¹³⁹ A Resolução n. 2.525 do Banco Central, de 30 de julho de 1998, dispõe sobre a abertura de contas vinculadas remuneradas para constituição de garantias a operações de crédito. Em seu artigo 1º, faculta às instituições a manutenção de contas vinculadas às suas operações de crédito, em nome dos clientes, não movimentáveis por estes e remuneradas com os mesmos encargos incidentes em cada operação.

¹⁴⁰ ABRÃO, Nelson. Op. cit., p. 143.

¹⁴¹ MOLLE, Giacomo. **I contratti bancari**. Milão: Giuffrè, 1973, p. 102, apud ABRÃO, Nelson. Op. cit., p. 143.

¹⁴² GOMES, Orlando. Op. cit., p. 406.

somente abranger a aplicação dos artigos 627¹⁴³ e 632 do Código Civil brasileiro, mas afastando a aplicação do artigo 645.

3.2 A Conta Vinculada e o mandato

O traço característico da Conta Vinculada que se aproxima do mandato é a outorga de poderes que o depositante e o beneficiário, comprador e vendedor do contrato de compra e venda de participação societária, dão à instituição financeira para movimentar os recursos no interesse de ambas as partes, e não somente do depositante. Aqui está a natureza de mandato que a Conta Vinculada tem, quando o banco atua em nome e no interesse do beneficiário.

O mandato é um contrato disciplinado no Código Civil brasileiro,¹⁴⁴ em que uma das partes se obriga a praticar, por conta da outra, um ou mais atos jurídicos por meio de um contrato cujo objeto é a outorga de representação do mandante para o mandatário.

Cumprе salientar que o traço característico do mandato não é consenso entre os doutrinadores, pois alguns entendem ser ele a gratuidade, como no direito romano, e outros a representação. Como, porém, se admite mandato salariado e mandato sem representação, nem a gratuidade nem a representação podem constituir elemento distintivo do contrato. Recorre-se, portanto, à qualidade dos atos a que o mandatário se obriga; desse modo, se o mandatário se incumbir de realizar atos jurídicos ou de praticar atos materiais,¹⁴⁵ como elemento característico, tratar-se-á de um mandato.

Entre as espécies de mandato, há o mandato singular ou simples, que se dá quando o encargo é concedido por um procurador, e há o mandato plural, no qual são vários os procuradores, sendo ainda conjunto ou simultâneo, quando os mandantes não podem agir separadamente, ficando a eficácia do ato sujeita à interferência de todos.¹⁴⁶ Dessa forma, a Conta Vinculada, ao se aproximar do mandato, enquadra-se no mandato plural conjunto, tendo em vista que o depositante e o beneficiário, partes no contrato *escrow*, não podem dar ordens de liberação à instituição financeira isoladamente.

A esse respeito, é de extrema relevância que os atos que podem ser praticados pela instituição bancária estejam expressamente descritos no contrato que formalizará a Conta

¹⁴³ “Art. 627. Pelo contrato de depósito recebe o depositário um objeto móvel, para guardar, até que o depositante o reclame.” “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.”

¹⁴⁴ O Código Civil trata do mandato entre os artigos 653 e 692.

¹⁴⁵ GOMES, Orlando. Op. cit., p. 426.

¹⁴⁶ DINIZ, Maria Helena. Op. cit., v. 4, p. 376.

Vinculada, de forma clara e objetiva, tendo em vista que o depositário seguirá apenas as instruções que estiverem explicitadas no contrato, evitando com isso qualquer tipo de responsabilização por ter liberado recursos indevidamente. Por essa razão, nota-se que os bancos somente liberam os recursos mediante notificação com o consentimento de todas as outras partes do contrato.

A despeito de, entre outras características, a Conta Vinculada representar uma relação de mandato estabelecida entre, de um lado, o depositante e o beneficiário na condição de mandantes e, de outro, o banco na de mandatário, há características mais relevantes nesse tipo de contrato que nos impedem de considerá-lo um contrato típico de mandato. Embora haja espaço para a aplicação analógica das normas do Código Civil (artigo 653 e seguintes) relativas ao mandato, há necessidade de complementação, com aplicação das normas relativas ao depósito, para que o contrato de Conta Vinculada seja interpretado corretamente.

3.3 A Conta Vinculada e a estipulação em favor de terceiro

A estipulação em favor de terceiro se assemelha ao contrato de Conta Vinculada na medida em que, em ambos, ainda que seja uma pessoa quem faz o depósito, a liberação dos recursos não necessariamente ocorre para o depositante, mas pode ocorrer para pessoa diversa dele, embora presente na relação jurídica do contrato de Conta Vinculada, pois o beneficiário será parte nesse contrato.

Nesse ponto, há uma diferença entre o uso da Conta Vinculada nas operações de fusão e aquisição, em que os recursos são liberados para o depositante ou para o beneficiário, este necessariamente parte no contrato de Conta Vinculada, e o seu uso nas operações de *project finance* e outras operações semelhantes, pois, nestes últimos, há situações em que os recursos mantidos na Conta Vinculada são destinados a pagamento de um terceiro estranho à relação do contrato de Conta Vinculada (pagamento de empregados do projeto, prestadores de serviços, impostos etc.).

A estipulação em favor de terceiro é o contrato pelo qual uma pessoa se obriga perante outra a conferir um direito em favor de quem não participa desse contrato. Nesse tipo de contratação, identifica-se facilmente a presença de três figurantes: dois que contratam realmente; e o terceiro que, não sendo contratante, aufere vantagens desse negócio.¹⁴⁷

¹⁴⁷ AZEVEDO, Álvaro Villaça. **Teoria geral dos contratos típicos e atípicos**. São Paulo: Atlas, 2009, p. 48.

A despeito de o artigo 436 do Código Civil, ao tratar da estipulação em favor de terceiro, deixar claro que não só o estipulante pode exigir do promitente o cumprimento da obrigação mas também o terceiro, desde que este adira aos moldes contratuais e não seja substituído pelo estipulante, conforme permite o artigo 438 do mesmo Código Civil, nem seja o promitente ou devedor exonerado pelo estipulante, como possibilita o artigo 437 do Código Civil,¹⁴⁸ a Conta Vinculada que se formaliza por meio de um contrato de Conta Vinculada contém a figura do beneficiário como parte do contrato, e não uma pessoa estranha à relação.

Por outro lado, o Código Civil, em seu artigo 437, disciplina a irrevogabilidade da estipulação em favor de terceiro ao trazer a vedação à rescisão unilateral do contrato com o promitente caso outorgue ao beneficiário o exercício da pretensão de exigir a satisfação do direito subjetivo ao crédito.

Nesse sentido, o ministro Cezar Peluso, ao comentar o artigo 438 do Código Civil, assevera que a aplicação prática do dispositivo poderá ser vislumbrada em contratos de depósito, sendo que esse negócio jurídico, em princípio, serve apenas aos interesses do depositante e do depositário. Porém, é viável que a coisa seja depositada no interesse de terceiro (artigo 632 do Código Civil). Incidirá aí uma autêntica estipulação em favor de terceiro, pois o depositário efetuará a entrega do bem àquela pessoa designada pelo depositante. Nessa hipótese, o depositante poderá substituir a pessoa do terceiro, utilizando-se da norma em comento.¹⁴⁹

Por outro lado, nas operações de fusão e aquisição objeto deste trabalho, em que o beneficiário costuma ser parte no contrato de Conta Vinculada, não é possível extrair da estipulação em favor de terceiro a aplicação do contrato de Conta Vinculada, pois o beneficiário não é considerado terceiro. Nesse caso, a essência desse instituto, qual seja, projetar os efeitos jurídicos do contrato a quem não participou de sua celebração, mantendo todas as obrigações com o estipulante e, por outro lado, os direitos adquiridos pelo terceiro,¹⁵⁰ não parece enquadrar-se integralmente na Conta Vinculada.

Assim, quando a Conta Vinculada for utilizada em operações de fusão e aquisição, em que o vendedor é parte do contrato de Conta Vinculada, pelo fato de o contrato de Conta Vinculada ter um caráter trilateral, com a obrigação assumida pelo depositário de sempre destinar os recursos para uma ou ambas as partes do contrato, o depositante e/ou o beneficiário,

¹⁴⁸ AZEVEDO, Álvaro Villaça. Op. cit., p. 48-49.

¹⁴⁹ PELUSO, Cezar (coord.). **Código Civil comentado**: doutrina e jurisprudência. 7. ed. rev. e atual. Barueri, SP: Manole, 2013, p. 493.

¹⁵⁰ Ibidem, p. 491.

não há como considerar a Conta Vinculada uma típica estipulação em favor de terceiro nos termos dos artigos 436 a 438 do Código Civil.

Por outro lado, nas situações em que o contrato de Conta Vinculada for utilizado em operações em que o beneficiário não for parte, a interpretação mais correta deverá envolver a aplicação analógica dos artigos 436 a 438 do Código Civil, que tratam da estipulação em favor de terceiro, juntamente com o artigo 627, que trata do depósito, e com os artigos relativos ao mandato.

3.4 Atipicidade do contrato de Conta Vinculada

Como já visto nas seções anteriores, a Conta Vinculada, quando formalizada por meio de um contrato — neste trabalho denominado “contrato de Conta Vinculada” —, goza de características que reúnem alguns elementos típicos do contrato de depósito e alguns próprios do mandato. Definir a natureza jurídica desse contrato, que se pode considerar um contrato atípico misto,¹⁵¹ é ponto fundamental para sua aplicação prática, sobretudo quando se levam em conta possíveis conflitos futuros.

Inicialmente, é importante salientar que nossa legislação em vigor autoriza que as partes estipulem contratos atípicos,¹⁵² ou seja, contratos que não possuem regulamentação na lei específica, sendo uma subespécie dos contratos atípicos os mistos, considerados aqueles compostos de prestações típicas, contratos completos ou elementos mais simples de outros contratos típicos, combinados pelas partes em um arranjo contratual único.¹⁵³

A importância prática da natureza jurídica do contrato de Conta Vinculada revela-se no cuidado que as partes devem ter na sua elaboração, nele enquadrando ou dele afastando determinadas normas jurídicas, tendo em vista que, pela sua atipicidade, na hipótese de conflito, o árbitro de eventual tribunal arbitral ou o juiz terão que buscar, além das regras gerais do direito contratual que regem os pressupostos e requisitos essenciais à validade dos contratos e obrigações, também a aplicação das regras particulares.¹⁵⁴

Desse ponto de vista, nota-se, na prática, que a denominação dos contratos que regem as Contas Vinculadas varia, embora eles tenham como origem a intenção das partes de depositar

¹⁵¹ Orlando Gomes, ao tratar da divisão dos contratos atípicos, afirma que os contratos atípicos se formam de elementos originais ou resultam da fusão de elementos próprios de outros contratos. Dividem-se em contratos atípicos propriamente ditos e mistos. (GOMES, Orlando. Op. cit., p. 120).

¹⁵² Conforme Código Civil, artigo 425.

¹⁵³ Ibidem, p. 121.

¹⁵⁴ Ibidem, p. 125.

recursos financeiros e depois ter estes recursos liberados, findo determinado prazo e caso determinados eventos não ocorram, ou ainda caso determinadas condições se operem (depósito). Há também o serviço de gestão da Conta Vinculada, o recebimento de ordens das partes (mandato) para liberação para o depositário ou para o beneficiário (ambos, partes no contrato). Os contratos firmados em operações de fusão e aquisição com instituições bancárias podem ter diferentes nomes ou formatos.

Há, por exemplo, o denominado “contrato de custódia de recursos financeiros (garantia de contrato de compra e venda de participação societária)”, bem como o “contrato de prestação de serviços de conta controlada (contrato de custódia – *escrow agreement*)” ou o “contrato de depósito em garantia”.

Pode-se notar, no entanto, que, quanto à qualificação jurídica do contrato, como afirma Mariana Pargendler, a denominação conferida pela parte aos contratos é irrelevante para sua classificação. Ainda que as partes chamem um contrato de “x”, pode o julgador considerar que, em essência, se está diante de um contrato “y”, suscitando a aplicação do regime jurídico pertinente a este último. Além disso, um contrato atípico pode ser considerado como misto, sempre que combinar elementos essenciais de dois ou mais contratos típicos — situação na qual se aplicam as regras dos respectivos contratos típicos a seus diferentes elementos.¹⁵⁵

Sobre o contrato de Conta Vinculada, sua tipicidade mista se mostra com a combinação dos artigos 627, 632 e 638, que tratam do depósito voluntário, bem como dos dispositivos relativos ao mandato, artigos 653 e seguintes, todos do Código Civil brasileiro, sendo que, para fins de interpretação, deverá haver a aplicação do processo analógico,¹⁵⁶ com a preponderância das normas relativas ao contrato de depósito, tendo em vista que a essência do contrato *escrow* é o depósito dos recursos financeiros, com posterior restituição para o depositante e/ou para o beneficiário.

Ainda sobre o enquadramento do contrato de Conta Vinculada, não se poderia deixar de avaliar se as normas aplicáveis a esse contrato são dispositivas (o que se caracteriza quando sua

¹⁵⁵ PARGENDLER, Mariana. Desenho Contratual em perspectiva comparada: reflexões sobre a relação entre tipificação legal e inovação contratual. **Revista da Faculdade de Direito – UFPR**. Curitiba, v. 61, n. 1, p. 219-245, jan./abr. 2016, p. 224-225.

¹⁵⁶ Orlando Gomes, ao tratar do assunto, afirma haver três soluções para determinação da disciplina jurídica aos contratos mistos: (i) a teoria da combinação parte de que é possível decompor e isolar os elementos de qualquer contrato atípico para lhe aplicar a respectiva disciplina legal; (ii) a teoria da absorção parte do pressuposto de que em todo contrato misto há um elemento preponderante ao qual se subordinam os outros, portanto, este elemento principal atrairia, para sua órbita, os elementos secundários, sujeitando-se às regras que a ele são aplicáveis; e (iii) a teoria da aplicação analógica, aplicação do processo analógico de interpretação, onde a tarefa do intérprete é procurar o contrato típico do qual mais se aproxima o contrato atípico para aplicar a essas normas que disciplinam aquele — se esse recurso falha, por não haver contrato típico com o qual tenha o contrato atípico maior afinidade, emprega-se a analogia juris, invocando-se os princípios gerais do direito. (GOMES, Orlando. Op. cit., p. 124-125).

incidência pode ser afastada em face de disposição contratual em contrário) ou cogentes (normas que não podem ser afastadas ou alteradas contratualmente pelas partes). Ocorre que a caracterização das normas legais referentes a contratos típicos como dispositivas ou cogentes não é tarefa das mais fáceis — pela própria dificuldade de discernir o caráter cogente ou dispositivo de uma dada norma. Os diplomas legais brasileiros, em muitos casos, deixam de elucidar a questão; como resultado, compete ao intérprete verificar, em cada caso, a existência ou não da questão de ordem pública, a justificar a ingerência estatal no âmbito da autonomia privada.¹⁵⁷

Embora diante dessa incerteza quanto à qualificação das normas aplicáveis ao contrato de Conta Vinculada, pode-se concluir que se trata de normas dispositivas, inclusive quanto ao depósito. No caso do contrato de Conta Vinculada, deve-se interpretar que as partes afastam a aplicação do artigo 645 do Código Civil, que faz remissão das regras de mútuo quando o depósito tratar de coisas fungíveis, tais como recursos financeiros.

Sob esse aspecto, Arnoldo Wald assevera que, mesmo em relação ao contrato nominado (típico), nada impede que as partes afastem a aplicação das normas supletivas (dispositivas) existentes na legislação pátria ou incluam cláusulas ou condições não previstas pela lei brasileira, pois tudo o que não for proibido e não atentar contra a nossa ordem pública e nossos bons costumes é lícito. O Código Civil conhece e regulamenta vinte contratos nominados; as partes podem, todavia, mesmo nesses contratos típicos ou nominados, excluir ou agravar responsabilidades, exigir reforço de garantias, transformando os institutos de acordo com os seus interesses e com a finalidade econômica do negócio que pretendem fazer.¹⁵⁸

A falta de regulação do contrato de Conta Vinculada e a análise da prática jurídica (contratos firmados pelas partes) impedem a interpretação desse contrato como um contrato típico. Entretanto, é recomendável aplicar algumas normas dos contratos de depósito e mandato. Diante disso, conclui-se que os direitos e obrigações devem ser estabelecidos com clareza no contrato de Conta Vinculada, sob pena de sua omissão induzir uma interpretação equivocada pelos operadores de direito e a aplicação indevida da norma jurídica.

¹⁵⁷ PARGENDLER, Mariana. Op. cit., p. 225.

¹⁵⁸ WALD, Arnoldo. **Direito civil**: v. 2: direito das obrigações e teoria geral dos contratos. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 279.

4 IMPASSE PARA A LIBERAÇÃO DOS RECURSOS NA CONTA VINCULADA

Os desafios práticos do uso de uma Conta Vinculada em operações de fusão e aquisição surgem por razões ligadas à falta de regulação desse instrumento e também ao mecanismo de funcionamento após sua constituição. Tendo em vista que as liberações de recursos se dão, geralmente, por meio de notificação conjunta do depositante (comprador) e do beneficiário (vendedor) para o depositário (instituição bancária), assim, nas situações de impasse, os recursos ficam retidos até sua solução.

Embora o contrato de compra e venda de participação societária e o próprio contrato de Conta Vinculada disponham sobre o momento, a forma e o destinatário dos recursos a serem liberados, não é raro surgirem conflitos ligados seja à responsabilidade pela indenização seja ao ajuste de preço, situações em que a instituição bancária depositária se isenta de qualquer responsabilidade por intermediar eventuais impasses a seu próprio juízo, de tal modo que a liberação deixa de ocorrer até que as partes cheguem a um consenso e assinem em conjunto a notificação à instituição bancária.

Os conflitos podem ocorrer tanto quando há a utilização da Conta Vinculada como garantia para o vendedor (*holdback* e *earnout*) na retenção do preço fixo ou variável como também quando ela é utilizada para garantia das contingências de responsabilidade do vendedor, ou seja, como garantia para o comprador.

Os impasses ligados à liberação dos recursos para indenização pelo vendedor ao comprador por contingências materializadas podem surgir em diversas situações, mas principalmente quando: (i) as partes não concordam com a data do fato gerador da contingência, e se discute se a responsabilidade é do comprador ou do vendedor; (ii) o vendedor não concorda que o valor de determinada contingência deva ficar retido na Conta Vinculada por entender que não pode ser considerada uma contingência ou um passivo ou que não é de sua responsabilidade; (iii) não há dúvidas quanto ao fato gerador da contingência (responsabilidade do vendedor), mas o comprador deixa de notificar o vendedor sobre sua responsabilidade por indenizar e contribuir na defesa do processo objeto da contingência — nesse caso, o conflito surge quando o comprador deixa de apresentar defesa (perda de prazo) ou sua defesa deixa de demonstrar elementos essenciais, resultando em uma condenação desfavorável possivelmente maior do que seria se o vendedor tivesse sido notificado e contribuído com a defesa —; e (iii) não há dúvidas quanto ao fato gerador da contingência (responsabilidade do vendedor), o comprador notifica o vendedor sobre sua responsabilidade por indenizar, mas assume a defesa do processo e deixa de apresentar defesa (perda de prazo) ou sua defesa deixa de demonstrar

elementos essenciais, resultando em uma condenação desfavorável possivelmente maior do que seria se o vendedor tivesse sido notificado e contribuído com a defesa.

Não obstante no Brasil haja uma limitação de pesquisa jurisprudencial tendo em vista que a grande maioria dos contratos de fusão e aquisição há cláusula compromissória, trazemos o caso de um impasse americano, apreciado pela corte do distrito de Nova York (*United States District Court, S.D New York*), entre *American Securities LLC* (Autora) e *E.I DuPont De Nemours & Co.*¹⁵⁹ (ré), em que a autora da ação requer a liberação de recursos depositados na *conta escrow* retidos pela ré com a alegação de haver contingências de natureza fiscais e que devem ficar retidos até a solução da demanda. A Autora por outro lado afirma que não teria ela responsabilidade por indenizar quanto as contingências mencionadas pela ré e, ainda, que as contingências informadas pela ré são especulativas e hipotéticas. A demanda foi concluída com decisão favorável para a ré, por entender o magistrado que as contingências cujos valores foram retidos estavam enquadradas pelo contrato como contingências passíveis de retenção.

Outro caso que ilustra os conflitos na manutenção da Conta Vinculada, também americano, ocorreu entre *Information Management Solutions Inc.*, uma companhia de Delaware (autora), contra *Multiplan, Inc.*, uma companhia de Nova York, e *HMA Acquisition Corporation*, uma companhia de Delaware (rés),¹⁶⁰ em que a autora da ação requer a liberação

¹⁵⁹ 2013 WL 5718477. *United States District Court, S.D New York*, n. 13 Civ 2212 (KEF), 15 out. 2013. Katherine B. Forrest, District Judge. Memorandum Decision & Order: “On April 3, 2013, Plaintiff *American Securities LLC* (“Plaintiff” or “*American Securities*”) filed this action against *E.I DuPont De Nemours & Company* (“DuPont” or “Defendant”) alleging that Defendant “has blocked the release from escrow monies due and owing to *American Securities*, in breach of Defendant’s obligation under various agreements (see compl. 1, ECF N° 1) On May 9, 2013, Defendant filed a Motion to Dismiss pursuant to Rule 12(b) (6) of the Federal Rules of Civil Procedure.”

¹⁶⁰ 2014 WL 1255944. *Court of Chancery of Delaware*, C.A. n. 7786- VCP, data do protocolo: 11 dez. 2013, data da decisão: 27 mar. 2014. Memorandum Opinion: “This action arises from a dispute over funds that were placed in escrow pursuant to the sale of certain of plaintiff’s subsidiaries to the defendants. According to the documents that governed the sale of the subsidiaries and the escrow funds agreed to by the plaintiff and the defendants, the money being held in escrow was to be released to the plaintiff on July 29, 2012, unless the defendants, at that time, had a pending claim for indemnification. On July, 29, 2012, the defendants refused to release the escrow funds on the vases that they had a pending claim for indemnification because a hospital that worked with one of the subsidiaries it bought was alleging that the subsidiary breached its contract with the hospital by granting a third party unauthorized access to preferential treatment rates. The plaintiff disagreed that the hospital’s allegations entitled the defendants to withhold the escrow funds. Consequently, it filed suit to secure the release of those funds. Several months after the plaintiff initiated this lawsuit, the defendants, for the first time, informed the plaintiff that they also had a pending claim for indemnification as of July 29, 2012, baes on the same hospital’s objection to the same subsidiary’s interactions with a different third party. The plaintiff has moved for partial summary judgment on the issue of whether the alter asserted “pending claim” provides a valid basis for defendants to withhold the escrowed funds based on the language of agreements governing the sale of the subsidiary and the escrow. The plaintiff argues that the second pending claim does not meet the definitional criteria enumerated in the parties’ agreements as of July 29, 2012, and even if it did, the defendants had not given the plaintiff adequate notice of that fact in accordance with the relevant terms of their agreements. The defendants counter that the second pending claim satisfied the requisite contractual standards and ripened before the July29,2012, deadline, and that the notice they provide to the plaintiff regarding the first pending claim also sufficed to give the plaintiff adequate notice of the second pending claim. Having considered the parties’ briefs and heard argument on the motion, I conclude that the second pending claim was not a “Pending Claim” within the meaning of the parties agreements

de recursos depositados na *conta escrow*, tendo em vista, dentre outros motivos, a falta de notificação da compradora (a vendedora da referida contingência objeto da retenção). As rés, por outro lado, afirmam que a falta de notificação não prejudicou o prazo da defesa da demanda e, ainda, que já havia sido enviada uma outra notificação no passado mas deixara de constar uma das partes. A demanda foi concluída com decisão parcialmente favorável para a autora, pois o magistrado entendeu que houve falha na notificação prévia de contingências de responsabilidade da vendedora para ter valores da conta *escrow* retida.

Na prática, os contratos de compra e venda de participação societária costumam conter uma cláusula que estipula que, na hipótese de o comprador deixar de notificar o vendedor sobre contingências de responsabilidade do vendedor, o seu dever de indenizar será reduzido na medida em que a falta de consentimento do vendedor tiver causado prejuízo à defesa. Assim, o Apêndice F desta dissertação traz um exemplo de cláusula nesse sentido.

Embora os contratos de compra e venda de participação societária tenham essa previsão, as partes raramente concordam quanto à responsabilidade pela contingência materializada, resultando na impossibilidade de liberação dos recursos até que as partes entrem em acordo e assinem a notificação ao banco ou o conflito seja resolvido por meio de uma decisão arbitral ou judicial.

Uma questão relevante é que, quando as partes optam pela garantia por meio de uma Conta Vinculada, um dos principais objetivos é que essa garantia tenha liquidez e possa facilmente ser executada. Ocorre que, como a liberação depende da assinatura das duas partes, o risco do conflito entre elas quanto à liberação, sem qualquer forma alternativa à arbitragem e ao Judiciário, acaba por reduzir a liquidez e eficiência dessa garantia.

Outra situação de impasse na liberação dos recursos depositados na Conta Vinculada ocorre quando as partes decidem reter parte do preço no fechamento e liberá-la ao vendedor após um determinado prazo e mediante validação dos resultados da empresa-alvo ligados a fluxo de caixa e dívida líquida. Nesse caso, não é raro que o comprador e o vendedor não concordem com o resultado de fluxo de caixa e a dívida líquida apurados pelo comprador.

Como os valores envolvidos em operações de fusão e aquisição geralmente são altos, tendo uma quantia vultosa em jogo, cada uma das partes tenta influenciar o mecanismo de ajuste de preços a seu favor. Disputas frequentemente surgem sobre questões como os princípios

as of July 29, 2012, and that, in any event, the defendants failed to give the plaintiff the contractually mandated notice which it was entitled to of their purported second "Pending Claim" Therefore, I grant the plaintiff's motion for partial summary judgment."

contábeis aplicáveis, quais amortizações podem ser feitas e em que momento ou quais critérios foram utilizados para as provisões.

Uma terceira situação que costuma ocasionar litígio entre vendedores e compradores é o cálculo da parcela variável do preço (*earnout*), parcela esta garantida por meio de uma Conta Vinculada. Nesse caso, os valores somente podem ser liberados para o vendedor após o cálculo dos resultados financeiros da empresa-alvo de determinado período e se determinadas metas forem atingidas.

Destaca-se que os conflitos que costumam surgir quanto à liberação dos recursos em Contas Vinculadas, quando utilizadas em operações de fusão e aquisição, não estão relacionados estritamente à interpretação das cláusulas do contrato de compra e venda de participação societária, mas a questões técnicas, como cálculo de preço ou análise do fato gerador de um passivo.

Outro ponto relevante é que muitos contratos ligados a fusões e aquisições são realizados com partes estrangeiras — ou seja, as partes são sediadas em diferentes países, com diferentes legislações —; por essa razão, na maioria dos contratos há cláusula compromissória com a escolha do foro em país diverso da sede das partes do contrato de compra e venda de participação societária. Essa situação acaba por elevar o tempo e o custo de se instaurar uma arbitragem para solução de um conflito.

Não se pode deixar de mencionar que o mecanismo de liberação dos recursos mediante uma notificação conjunta do depositante e do beneficiário para a instituição financeira pode gerar um comportamento oportunista, pois o depositante ou o beneficiário poderão encontrar nele uma forma de manter os valores depositados por um tempo maior, mesmo que a previsão contratual já desse o direito de liberação, total ou parcial, dos recursos.

Nesse sentido, poderia, por exemplo, o depositante iniciar um impasse propositadamente com a intenção de manter os recursos depositados na Conta Vinculada por um tempo maior do que aquele previsto no contrato, somente para que ele, na condição de comprador do contrato de compra e venda de participação societária, tenha estendida por um período dilatado sua garantia por eventuais contingências.

Assim, uma primeira medida que pode reduzir esse prejuízo é incluir no contrato de compra e venda de participação societária a possibilidade de liberação da parte incontroversa, de forma que fique retida somente a parcela dos recursos objeto de discussão entre as partes.

Uma segunda medida para mitigar esse risco é a criação de uma cláusula de solução de impasses no contrato de Conta Vinculada com uma etapa que pode evitar a instauração de

arbitragem ou o ingresso no Judiciário. Essa cláusula poderia prever a figura do *dispute board*, conforme será visto na próxima seção deste trabalho.

Não se pode deixar de mencionar que, quando a Conta Vinculada é utilizada como garantia de contingências, os conflitos entre as partes podem envolver a interpretação das cláusulas do contrato de compra e venda de participação societária, portanto, será indispensável que a cláusula de *dispute board* também conste desse contrato quando estivermos diante de questões ligadas a impasses na liberação dos recursos depositados na Conta Vinculada e qualquer interpretação que se fizer necessária para solução do impasse.

Conforme jurisprudência, quando há contratos coligados, as partes na verdade celebram uma pluralidade de negócios ligados por um objetivo em comum, formando um verdadeiro conjunto econômico e uma dependência entre eles; portanto, no sistema de coligação contratual, o contrato reputado como sendo o principal determina as regras que deverão ser seguidas pelos demais instrumentos negociais que a este se ajustam, não sendo razoável que uma cláusula compromissória inserta naquele não tivesse seus efeitos estendidos aos demais.¹⁶¹

Note-se que, embora este trabalho não tenha por objetivo tratar diretamente das questões que envolvem a utilização do *dispute board* em operações de fusão e aquisição, pela coligação contratual existente entre o contrato de compra e venda de participação societária (contrato principal) e a necessidade, muitas vezes, de uma interpretação conjunta dos dois contratos, a

¹⁶¹ “RECURSOS ESPECIAIS. DIREITO CIVIL E PROCESSUAL CIVIL. ARBITRAGEM. CONTRATOS COLIGADOS. CONFLITO DECORRENTE DE CONTRATOS DE “SWAP” COLIGADOS A CONTRATO DE ABERTURA DE CRÉDITO COM CLÁUSULA COMPROMISSÓRIA. 1. Controvérsia em torno da (a) extensão da eficácia do compromisso arbitral constante do contrato principal de abertura de crédito aos contratos de swap, em face da coligação negocial, e da (b) validade da formação da corte arbitral. 2. RECURSO ESPECIAL DE PARANAPANEMA S/A. CONTRATOS COLIGADOS. INTERPRETAÇÃO CONTRATUAL. PRINCÍPIO DA GRAVITAÇÃO JURÍDICA. ÔNUS SUCUMBENCIAIS. REVISÃO DO JULGADO. IMPOSSIBILIDADE. INCIDÊNCIA DO ENUNCIADO N.º 7/STJ. 2.1. Nos contratos coligados, as partes celebram uma pluralidade de negócios jurídicos tendo por desiderato um conjunto econômico, criando entre eles efetiva dependência. 2.2. Reconhecida a coligação contratual, mostra-se possível a extensão da cláusula compromissória prevista no contrato principal aos contratos de “swap”, pois integrantes de uma operação econômica única. 2.3. No sistema de coligação contratual, o contrato reputado como sendo o principal determina as regras que deverão ser seguidas pelos demais instrumentos negociais que a este se ajustam, não sendo razoável que uma cláusula compromissória inserta naquele não tivesse seus efeitos estendidos aos demais. 2.4. A revisão da distribuição dos ônus sucumbenciais exige a análise das questões de fato e de prova, consoante as peculiaridades de cada caso concreto, o que é inadequado na via especial, nos termos do Enunciado n.º 7/STJ. 2.5. PRIMEIRO RECURSO ESPECIAL DESPROVIDO. 3. RECURSO ESPECIAL DO BANCO BTG PACTUAL S.A. ALEGAÇÃO DE INEXISTÊNCIA DE PREJUÍZO DA PARTE ADVERSA QUANTO À NOMEAÇÃO DO ÁRBITRO. PRETENSÃO DE REVISÃO DO JULGADO. ALEGAÇÃO DE OCORRÊNCIA DE PRECLUSÃO. REVISÃO DO JULGADO. IMPOSSIBILIDADE. INCIDÊNCIA DA SÚMULA N.º 7/STJ. 3.1. Para prevalecer a pretensão em sentido contrário à conclusão do Tribunal de origem, seria necessária a revisão do conjunto fático-probatório dos autos, o que, como já decidido, é inviabilizado, nesta instância superior, pelo Enunciado n.º 7/STJ. 3.2. A alteração do entendimento firmado no acórdão recorrido, acerca da ocorrência da preclusão, demandaria o reexame dos fatos e das provas dos autos, atraindo a incidência do Enunciado n.º 7, do STJ. 3.3. SEGUNDO RECURSO ESPECIAL DESPROVIDO. 4. RECURSOS ESPECIAIS DESPROVIDOS.” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n. 1.639.035/SP**. Rel. Min. Paulo de Tarso Sanseverino, 3ª T, j. 18 set. 2018).

efetiva aplicação da solução de impasse por meio da cláusula de *dispute board* no contrato de Conta Vinculada somente ocorrerá se essa cláusula também constar do contrato principal a ele coligado.

Nesse sentido, Francisco Paulo De Crescenzo Marino afirma que, embora cada contrato mantenha sua individualidade e o próprio conteúdo, muitas cláusulas contratuais somente poderão ser compostas a partir de elementos presentes nos textos de todos os contratos envolvidos. Sendo assim, não é raro que cláusulas de um contrato sejam “completadas” por disposições contidas em contrato coligado.¹⁶²

4.1 O *dispute board* e sua origem

Os *dispute boards* (DBs) são considerados uma forma alternativa de solução de conflitos. São formados por profissionais capacitados e imparciais, com profundo conhecimento técnico sobre a matéria objeto do contrato, os quais serão consultados durante a execução do referido instrumento, à medida que os conflitos surgirem.

No entender de Júlio Bueno e Augusto Figueiredo, “os *Dispute Boards* não são e não devem ser compreendidos como uma etapa pré-arbitral. Sua vocação é, exatamente, evitar disputas posteriores, e não servir como espécie de preparação para elas.”¹⁶³ Por essa razão, alguns autores definem os *dispute boards* como um método de prevenção de conflitos, tendo em vista seus mecanismos e procedimentos específicos, cujas características serão analisadas em momento oportuno neste capítulo.

Do ponto de vista histórico, os *dispute boards* surgiram nos Estados Unidos com a finalidade de prevenir conflitos no âmbito dos contratos de construção e projetos de infraestrutura. O objetivo era favorecer a boa marcha da execução do contrato, preservando os prazos previstos e o orçamento a ele destinado, sem que isso implicasse suspensão ou esgarçamento da relação entre as partes.¹⁶⁴

O primeiro registro da utilização de *dispute boards* remete à década de 1960, durante a construção da barragem de fronteira no estado de Washington. Na ocasião, as partes

¹⁶² MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. Op. cit., p. 148.

¹⁶³ BUENO, Júlio; FIGUEIREDO, Augusto. Os *dispute boards* em contratos de construção e grandes projetos de infraestrutura. **Cadernos FGV Projetos**, v. 12, n. 30: Solução de Conflitos, p. 88-97, abr./maio 2017, p. 91. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/18438>. Acesso em: 03 jul. 2019.

¹⁶⁴ Ibidem.

estabeleceram um *joint consulting board*, ativo durante todo contrato, cuja finalidade era emitir opiniões não vinculantes sobre os conflitos apresentados.¹⁶⁵

Em 1974, um importante estudo foi publicado — “Better Contracting for Underground Constructing” —, incluindo recomendações pela adoção de comitês de acompanhamento independentes, nos moldes do *joint consulting board*, para verificação do andamento de contratos. Já no ano seguinte, essa recomendação foi prontamente adotada no contrato de execução do túnel Eisenhower, no estado do Colorado, com a denominação *dispute board*.

Nesse sentido, o *dispute resolution board*, em si, foi usado pela primeira vez na construção da segunda parte do túnel *Eisenhower*, no estado norte-americano do Colorado, como consequência do crescimento desse método.¹⁶⁶

De acordo com Júlio Bueno e Augusto Figueiredo, em razão dos excelentes resultados obtidos pelo *dispute board* no túnel Eisenhower, houve uma difusão dessa prática nos Estados Unidos e algumas iniciativas se seguiram por outros países: (i) a partir de 1995, o Banco Mundial passou a exigir *dispute boards* em projetos com valor de financiamento superior a US\$ 10 milhões; (ii) em 1996, a Fédération Internationale des Ingénieurs Conseils (FIDIC) passou a incluir *dispute boards* como método preferencial para a resolução de disputas; e, (iii) em 1996, foi criada a *Dispute Resolution Board Foundation* (DRBF), uma organização sem fins lucrativos dedicada à promoção da prevenção e resolução de disputas em todo o mundo pela utilização de *dispute boards*, congregando os principais profissionais em atuação no mercado.¹⁶⁷

Nesse sentido, Arnoldo Wald informa que, atualmente, além dos organismos internacionais supramencionados, os *dispute boards* são muito usados em obras públicas e privadas em diversos países. Outros organismos internacionais importantes, entre os quais a Câmara de Comércio Internacional (CCI), também os adotam, e sua utilização está prevista, até mesmo, em algumas legislações nacionais, como as da Inglaterra e do México.¹⁶⁸

No Brasil, ainda não existe legislação que trate especificamente desse tema, havendo, no entanto, o Projeto de Lei do Senado n. 206, de 2018, e o Projeto de Lei n. 9.883/2018, que visa regulamentar o uso dos comitês de resolução de disputas (*dispute boards*) em contratos administrativos. O objetivo desse último projeto é conceder maior segurança jurídica aos

¹⁶⁵ BUENO, Júlio; FIGUEIREDO, Augusto. Op. cit.

¹⁶⁶ WALD, Arnoldo. *Dispute resolution boards*: evolução recente. **Doutrinas Essenciais Arbitragem e Mediação**, v. 6/2017, p. 1.065-1.078, set. 2014 DTR/2011/2567, p. 167.

¹⁶⁷ BUENO, Júlio; FIGUEIREDO, Augusto. Op. cit., p. 91.

¹⁶⁸ WALD, Arnoldo. *Dispute resolution boards*: evolução recente. **Revista de Arbitragem e Mediação**. São Paulo, v. 8, n. 30, p. 139-151, jul./set. 2011, p. 140.

gestores públicos que queiram implementar na prática esse modelo alternativo de solução de conflitos, com base no art. 23-A da Lei n. 8.987, de 13 de fevereiro de 1995, e no art. 11, III, da Lei n. 11.079, de 30 de dezembro de 2004.

4.2 Os fundamentos dos *dispute boards*

Enquanto forma alternativa de solução de conflitos ou método de prevenção de conflitos, o *dispute board*, embora não previsto em legislação específica, encontra-se em perfeita consonância com o ordenamento jurídico brasileiro.

Isso porque é notório que o Poder Judiciário tem incentivado a adesão às formas alternativas de solução de controvérsias por seus jurisdicionados, trazendo inovações recentes na legislação pátria, notadamente no campo dos mecanismos da mediação e da conciliação, indicando, segundo o termo cunhado por Kazuo Watanabe, uma significativa mudança de paradigma em direção à ordem jurídica justa.¹⁶⁹

As inovações presentes no Código de Processo Civil de 2015, em seu artigo 3º, §§ 2º e 3º, que introduz ferramentas de mediação e conciliação no procedimento jurisdicional, as quais deverão ser estimuladas pelos juízes, advogados, defensores públicos etc., bem como em seu artigo 165, que impõe a obrigação da criação de centros judiciários de solução de conflitos, são alguns dos exemplos dessa mudança de paradigma.

A aplicação de alternativas de solução de conflitos é apenas uma tentativa de transpor barreiras que o contencioso judicial, por vezes, representa, seja em razão de sua morosidade, tendo em vista a quantidade de recursos existentes, seja pela carência de tecnicidade das decisões, a depender do assunto objeto do litígio, seja em relação aos procedimentos arbitrais, seja pelos custos elevados do processo.

É nesse contexto que os *dispute boards* se tornam um importante instrumento de solução e de prevenção de conflitos, principalmente para as grandes empresas que buscam alternativas que lhes possibilitem a redução efetiva de gastos com as intercorrências de seus projetos.

¹⁶⁹ WATANABE, Kazuo. Depoimento. **Cadernos FGV Projetos**, v. 12, n. 30: Solução de Conflitos, p. 22-29, abr./maio 2017, p. 25. Disponível em: <https://fgvprojetos.fgv.br/publicacao/cadernos-fgv-projetos-no-30-solucao-de-conflitos>. Acesso em: 10 abr. 2019.

4.3 As modalidades de *dispute board*

Os contratos que possuem cláusulas com previsão de formação dos *dispute boards* estão firmados nos princípios da autonomia da vontade, da boa-fé objetiva e da cooperação. Sua principal característica é a flexibilidade, podendo as partes escolherem contratualmente as regras e o tipo de *dispute board* que melhor lhes atende, no intuito de que “conflitos surgidos de um determinado contrato, ou grupo de contratos, sejam submetidos a apreciação por um painel revisional”.¹⁷⁰

Por “painel revisional” entende-se um comitê formado por profissionais experientes e imparciais, capacitados, constituído antes do início do contrato para acompanhar seu progresso e resolver disputas que, eventualmente, venham a surgir ao longo da execução.

No que tange à sua composição, pode envolver um ou três membros profissionais, sendo que, quando envolve três, geralmente dois são de perfil técnico, indicados pelas partes justamente em virtude de seu conhecimento específico sobre as características do projeto, e o outro, com perfil jurídico, é indicado pelos demais membros técnicos para atuar como seu presidente.¹⁷¹

A quantidade de membros constantes nesse comitê poderá variar considerando a complexidade de cada assunto, valores e escopo contratual envolvido, mas todos devem ser imparciais e independentes das partes envolvidas.¹⁷²

Os *dispute boards* podem ter caráter permanente ou *ad hoc*, a depender do momento em que se der a formação do contrato e, geralmente, a menos que acordado de outra forma pelas partes ou exigido pela legislação aplicável, qualquer informação obtida por um membro do *dispute board* durante o curso das atividades do comitê deverá ser usada por ele somente para os propósitos das atividades do referido comitê, devendo por ele ser tratada como confidencial.

Conforme ensinam Júlio Bueno e Augusto Figueiredo, o *dispute board* permanente é constituído no momento da celebração do contrato ou em prazo imediatamente posterior à sua celebração, permanecendo vivo durante toda a vigência do contrato, independentemente da existência de controvérsia. Já o *dispute board ad hoc* é formado somente quando da ocorrência

¹⁷⁰ LACRETA, Isabela (org.). **Arbitragem nacional e internacional**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012, p. 211, apud GUEDES, Katucia Maria Lauricella. **Considerações acerca dos *Dispute Boards* e perspectivas de sua utilização no mercado brasileiro**. Orientador: Prof. Rodrigo Fernandes Rebouças. Trabalho de Conclusão de Curso (LL.M em Direito dos Contratos) – Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2017, p. 22.

¹⁷¹ BUENO, Júlio; FIGUEIREDO, Augusto. Op. cit., p. 93.

¹⁷² INTERNATIONAL CHAMBER OF COMMERCE. **Dispute Board Rules**: Article 7: Appointment of the DB Members. 1 out. 2015. Disponível em: https://iccwbo.org/dispute-resolution-services/dispute-boards/rules/#article_7. Acesso em: 30 maio 2019.

de uma controvérsia formalmente submetida pelas partes, permanecendo ativo até a prolação da decisão e o exaurimento dos procedimentos a ela aplicáveis.¹⁷³

Ainda, as partes podem optar por um regulamento de algumas entidades especializadas existentes, tais como a Câmara de Comércio Internacional (CCI), a Câmara de Conciliação, Mediação e Arbitragem (CIESP/FIESP), o Dispute Resolution Board Foundation e o Dispute Board Federation (DBF) ou o Centro de Arbitragem e Mediação da Câmara do Comércio Brasil-Canadá (CAM-CCBC).

No que tange às classificações, partindo do critério determinado pela Brasil International Chamber of Commerce (ICC), os *dispute boards* podem ser classificados em três modalidades: (i) *dispute review boards* (DRBs); (ii) *dispute adjudication boards* (DABs); (iii) *combined dispute boards* (CDBs).¹⁷⁴

A primeira dessas classificações, denominada *dispute review boards* (DRBs), guarda certa semelhança com a mediação, de acordo com Ricardo Ranzolin, tendo em vista que, após os exames dos argumentos de defesa e provas apresentadas por cada uma das partes, o *board* emitirá uma recomendação de solução de conflito, a qual não será vinculante. Contudo, faz parte da avença que, se uma das partes não emitir expressa comunicação de insatisfação num prazo determinado, a decisão será compreendida como definitiva.¹⁷⁵ Na hipótese de uma das partes apresentar insatisfação com a recomendação no prazo fixado, caberá a ela levar a questão à arbitragem ou ao Judiciário, nos termos estabelecidos no contrato.

No âmbito da segunda classificação, *dispute adjudication board* (DAB), Ricardo Ranzolin ensina que o *board*, ao final do procedimento, emitirá uma decisão (adjudicação) que, em que pese não definitiva, será provisoriamente impositiva às partes — contém uma *interim-binding* que se aplicará da seguinte forma: se uma das partes não emitir uma expressa comunicação de insatisfação, a decisão será vinculante até que venha a ser obtida uma nova decisão pela via da arbitragem ou do processo judicial, segundo a forma estabelecida no contrato para a solução final do conflito. Para o referido autor, a forma desse procedimento lembra a arbitragem, ainda que nele a decisão seja provisória.¹⁷⁶

Por fim, a última modalidade de *dispute board* é uma forma híbrida, denominada *combined dispute board* (CDB). Conforme dispõe Ricardo Ranzolin, nessa forma o *board*, em

¹⁷³ BUENO, Júlio; FIGUEIREDO, Augusto. Op. cit., p. 92.

¹⁷⁴ INTERNATIONAL CHAMBER OF COMMERCE. **Dispute Board Rules**: Article 2: Definitions. 1 out. 2015. Disponível em: https://iccwbo.org/dispute-resolution-services/dispute-boards/rules/#article_2. Acesso em: 30 maio 2019.

¹⁷⁵ RANZOLIN, Ricardo. A eficácia dos *dispute boards* no direito brasileiro. **Revista de Arbitragem e Mediação**. São Paulo, v. 52, p. 197-219, mar. 2017.

¹⁷⁶ Ibidem.

regra, profere recomendações, excetuados os casos em que haja pedido expresso de adjudicação não objetado pela outra parte, ou, quando objetado, em que seja diagnosticada pelo *board* a urgência ou a necessidade de prevenir perda substancial, ruptura no contrato ou necessidade de preservar prova. Em tais situações, o *board* poderá proferir decisão (adjudicação), que remanescerá impositiva às partes até que seja eventualmente substituída por decisão arbitral ou judicial.¹⁷⁷

A análise das modalidades de *dispute board* evidencia que todas compartilham da mesma dinâmica e princípios para a resolução de conflitos eventualmente existentes, dando prioridade a uma atuação preventiva e oportunizando às partes condições para a exposição de seus argumentos.

A principal diferença entre essas modalidades está nos efeitos das decisões conforme desejado pelas partes, ou seja, se são ou não vinculativas. Saliente-se que, independentemente do *dispute board* escolhido, as partes ainda poderão valer-se do Judiciário e da arbitragem.

Para Isabela Lacreta, embora não haja uma lei que torne as decisões do *dispute board* vinculantes às partes, ainda assim elas o serão, tão somente com base na autonomia da vontade das partes.¹⁷⁸ Isso porque, respeitadas todas as regras e cumpridos todos os atos e procedimentos pelas partes, dificilmente serão revertidas as decisões em um processo arbitral, uma vez que o *dispute board*, como órgão independente, composto de especialistas bem-informados, constituirá elemento de prova importante para auxiliar os árbitros no melhor entendimento da controvérsia e das questões em litígio.¹⁷⁹

Coadunando com essa afirmação, dados estatísticos da Dispute Resolution Board Foundation (DRBF) revelam que aproximadamente 97% das divergências ao longo de um contrato que utilize *dispute board* são resolvidas no seu âmbito, evitando a necessidade de recursos à arbitragem ou ao Judiciário.¹⁸⁰

Nesse mesmo sentido, Cyrill Chern apresenta uma série de argumentos favoráveis à utilização do *dispute board*, principalmente do *dispute adjudication board*, quais sejam: (i) se necessário, podem ser executadas por meio de processo judicial (isso pode ocorrer sem dificuldades, dependendo da jurisdição); (ii) a natureza vinculante das decisões gera um maior foco das partes durante o processo de revisão e pode levar a um acordo; (iii) a natureza vinculante das decisões dificilmente será ignorada, ainda que por uma parte relutante ou

¹⁷⁷ RANZOLIN, Ricardo. Op.cit.

¹⁷⁸ LACRETA, Isabela (org.). **Arbitragem nacional e internacional**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012, p. 228, apud GUEDES, Katucia Maria Lauricella. Op. cit., p. 35.

¹⁷⁹ Ibidem.

¹⁸⁰ BUENO, Júlio; FIGUEIREDO, Augusto. Op. cit., p. 91.

insolvente (quebra contratual); (iv) em um empreendimento conjunto, pode ser difícil que as partes que o compõem cheguem a um consenso quanto à adoção ou não da recomendação emitida pelo comitê — o que não ocorre com uma decisão; e (v) diferentes situações surgem ao redor do mundo onde há corrupção e suspeitas surgem quando um funcionário público autoriza pagamentos que não sejam compulsórios.¹⁸¹

Já no âmbito do Poder Judiciário, algumas decisões têm demonstrado interesse nos mecanismos do *dispute board*, como se deu recentemente por meio do Recurso Especial no qual se reconheceu o caráter vinculante da decisão proferida por um terceiro/árbitro, escolhido contratualmente pelas partes, tendo o Ministro Relator feito referência expressa aos *dispute boards*, citando seus mecanismos de funcionamento, princípios como a preservação do objeto contratual, a participação cooperativa das partes e a autonomia contratual.¹⁸²

Além dessa decisão, devem-se destacar os Enunciados emitidos pelo Conselho da Justiça Federal (CJF) na I Jornada sobre Prevenção e Solução Extrajudicial e Litígios, sob a Coordenação-Geral do Ministro Luiz Felipe Salomão, a respeito da importância do uso da cláusula de *dispute board*, sua definição, a possibilidade de vinculação das partes e ainda a recomendação de inserção nos contratos de construção:

Enunciado CJF n. 49: Os Comitês de Resolução de Disputas (*Dispute Boards*) são método de solução consensual de conflito, na forma prevista no § 3º do art. 3º do Código de Processo Civil Brasileiro.

[...]

Enunciado CJF n. 76: As decisões proferidas por um Comitê de Resolução de Disputas (*Dispute Board*), quando os contratantes tiverem acordado pela sua adoção obrigatória, vinculam as partes ao seu cumprimento até que o Poder Judiciário ou o

¹⁸¹ CHERN, Cyril. **Chern on Dispute Boards: Practice and Procedure**. UK: Wiley, 2008, apud GUEDES, Katucia Maria Lauricella. Op. cit., p. 31.

¹⁸² “[...] Assim, com o propósito de atender as particularidades de cada contrato, notadamente naqueles em que seus efeitos perduram ao longo do tempo, as partes podem reputar necessário, sob o enfoque da preservação do objeto contratual, ou mesmo desejável, sob o aspecto da manutenção do ambiente de cooperação e parceria entre os contratantes, que as pontuais divergências surgidas nesse interregno sejam imediatamente dirimidas por um terceiro ou um ‘colegiado’ criado para tal propósito. Nesse contexto, **os contratantes, ainda baseados no princípio da autonomia da vontade, devem estabelecer a natureza conferida à decisão a ser prolatada pelo terceiro ou pelo ‘colegiado’, se meramente consultiva; se destinada a resolver a contenda imediatamente, sem prejuízo de a questão ser levada posteriormente à arbitragem ou à Justiça Pública, ou se vinculativa e definitiva, disposição contratual que, em qualquer circunstância — ressalvado, por óbvio, se existente algum vício de consentimento —, deve ser detidamente observada.** Ressalta-se, por oportuno, que a discussão quanto à existência ou não de distinção entre os aludidos termos (‘árbitro’ x ‘arbitrador’, ‘avaliador’, ‘perito’, etc.) remonta à própria gênese dos chamados ‘*dispute boards*’. Na definição de Arnaldo Wald, cuja lição será oportunamente transcrita, *dispute boards* ‘são painéis, comitês, ou conselhos para a solução de litígios cujos membros são nomeados por ocasião da celebração do contrato e que acompanham a sua execução até o fim, podendo, conforme o caso, fazer recomendações (no caso dos *Dispute Review Boards* - DRB) ou tomar decisões (*Dispute Adjudication Boards* - DAB), ou até tendo ambas as funções (*Combined Dispute Boards* - CDB), conforme o caso, e dependendo dos poderes que lhes foram outorgados pelas partes’. [...]” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n. 1.569.422/RJ**. Rel. Min. Marco Aurélio Bellize, 3ª Turma, j. 26 abr. 2016).

juízo arbitral competente emitam nova decisão ou a confirmem, caso venham a ser provocados pela parte inconformada.
[...]

Enunciado CJF n. 80: A utilização dos Comitês de Resolução de Disputas (*Dispute Boards*), com a inserção da respectiva cláusula contratual, é recomendável para os contratos de construção ou de obras de infraestrutura, como mecanismo voltado para a prevenção de litígios e redução dos custos correlatos, permitindo a imediata resolução de conflitos surgidos no curso da execução dos contratos.¹⁸³

Como se vê, a utilização do *dispute board* já é uma realidade na prevenção de conflitos relacionados a obras nos contratos de construção, com o objetivo de evitar sua paralisação por impasses entre as partes dos diversos contratos que envolvem grandes projetos dessa natureza. Cumpre examinar os meios de aplicar esse mecanismo nas operações de fusão e aquisição para solucionar litígios relativos à liberação dos recursos depositados na Conta Vinculada.

4.4 A cláusula de *dispute board* no contrato de Conta Vinculada

Como exposto, o *dispute board* (DB) nasceu da necessidade de resolver divergências no âmbito dos contratos de construção diante de uma crescente insatisfação com os custos e a demora das arbitragens e das ações judiciais,¹⁸⁴ com o objetivo último de evitar a paralisação da obra.

Conforme assevera Luiz Olavo Baptista, é praticamente impossível não haver divergências ao longo de uma obra de grandes dimensões. Trata-se de uma relação complexa, que envolve uma grande quantidade de empresas e pessoas que, juntas, formam verdadeiro mosaico que, ao final, se consolida e se transforma na obra pronta;¹⁸⁵ portanto, não se espera que em uma construção com diversos contratos coligados e interesses envolvidos não haja conflito, mas o que se busca é que as divergências não afetem o resultado, isto é, que a obra seja concluída sem paralisações.

Quando se transporta o uso do DB para uma relação de compra e venda de participação societária, com o uso da Conta Vinculada, nota-se que essa relação é menos complexa do que o feixe de relações envolvidas em uma construção, circunstância em que se originou o DB. Mesmo assim, a despeito de um menor nível de complexidade, o contrato de Conta Vinculada

¹⁸³ BRASIL. Conselho da Justiça Federal. Centro de Estudos Judiciários do Conselho da Justiça Federal. **I Jornada Prevenção e Solução Extrajudicial de Litígios**: enunciados. Brasília: CJF, 22-23 ago. 2016. Disponível em: <https://www.cjf.jus.br/cjf/noticias/2016-1/setembro/cjf-publica-integra-dos-87-enunciados-aprovados-na-i-jornada-prevencao-e-solucao-extrajudicial-de-litigios>. Acesso em: 05 jan. 2018.

¹⁸⁴ BAPTISTA, Luiz Olavo; PRADO, Maurício Almeida. **Construção civil e direito**. São Paulo: Lex, 2011, p. 128.

¹⁸⁵ Ibidem, p. 124.

também implica transação com contratos coligados, de longo prazo e com potencial de geração de conflitos ligados a aspectos técnicos (ajuste de preço, por exemplo), e não somente jurídicos (interpretação de cláusulas).

No contrato de construção, a aplicação do DB tem como objetivo primário resguardar o interesse da obra em si e, secundariamente, atender o interesse das partes, em especial do agente financiador, que visa obter o retorno de seu investimento.

No contrato de Conta Vinculada, por sua vez, o objetivo primário é a liberação dos recursos, seja para o depositante (comprador), seja para o beneficiário (vendedor), evitando que os valores fiquem retidos com a instituição financeira — o objetivo primário será, portanto, o interesse das partes.

Sob esse aspecto, embora o objetivo primário do DB do contrato de construção seja diverso do objetivo de um contrato de Conta Vinculada, a aplicação do mecanismo neste último seria possível desde que feitos alguns ajustes, em especial quanto ao rito do DB, no contrato de Conta Vinculada e no contrato de compra e venda de participação societária.

Embora os regulamentos das câmaras existentes tenham algumas variações, o rito de um DB em um contrato de construção costuma seguir a seguinte sistemática: (i) as partes podem prever no contrato de construção que um DB será contratado para o acompanhamento da obra; (ii) as partes celebram um termo de instalação do DB (quando sob administração de uma entidade especializada) ou um contrato de prestação de serviços, tendo os membros do *dispute adjudication board* (DAB) como contratados; (iii) são agendadas reuniões periódicas entre as partes e o DAB (a recomendação da maioria dos regulamentos é de reuniões a cada 120 dias); (iv) as partes podem apresentar divergências e respostas ao DB pela via escrita (com antecedência mínima de quinze dias da reunião) ou pela via oral, na própria reunião; (v) na própria reunião ou em prazo previamente estipulado, o DB fará sua manifestação, com efeito não vinculativo (*dispute review board* – DRB) ou vinculativo (DAB); (vi) em um prazo previsto no regulamento, qualquer das partes poderá manifestar sua discordância com a posição do DB; (vii) decorrido o prazo sem que haja discordância, a decisão do DB se torna vinculativa e imune a contestação na sede litigiosa.¹⁸⁶

O primeiro aspecto que merece destaque no tocante à aplicação do DB no contrato de Conta Vinculada é que, possivelmente, haverá necessidade de descrever com mais detalhes o seu regulamento no próprio contrato de Conta Vinculada, e não simplesmente seguir completamente um regulamento da entidade eleita para administrar o DB, de forma que seja

¹⁸⁶ BAPTISTA, Luiz Olavo; PRADO, Maurício Almeida. Op. cit., p. 133-135.

possível criar um rito adequado para os conflitos que envolvem a liberação dos recursos da Conta Vinculada.

No Brasil, há mais de uma câmara com regulamento sobre o *dispute board*, com a previsão de funcionamento do referido comitê de prevenção e solução de disputas, como é o caso do Centro de Arbitragem e Mediação da Câmara do Comércio Brasil-Canadá, da Câmara de Conciliação, Mediação e Arbitragem (CIESP/FIESP), do Centro Brasileiro de Mediação e Arbitragem (CBMA) e do *International Chamber of Commerce* (ICC). A cláusula de DB pode eleger qualquer dessas câmaras, mas dispor de seu funcionamento de forma particular, incluindo uma cláusula própria.

Devido ao fato de o contrato de Conta Vinculada ser menos complexo do que a rede de contratos que envolve uma construção, as reuniões do DB devem ser realizadas com periodicidade esparsa, sendo que reuniões semestrais podem mostrar-se suficientes.

Ademais, quanto à escolha entre as três modalidades do DB, parece razoável que as suas decisões sejam vinculativas (DAB), pois, se assim não for, e as partes tiverem de aguardar eventual decisão arbitral ou judicial para ter os recursos da Conta Vinculada liberados, a efetividade que se busca com o DB para a solução de impasses perderá sua força.

Quanto à escolha dos membros, considerando-se que geralmente os conflitos que envolvem um contrato de Conta Vinculada estão relacionados à garantia do pagamento de parcela variável do preço (*earnout*), ao pagamento da retenção de parcela do preço decorrente de posterior ajuste (*holdback*) ou ainda ao pagamento de indenização por contingências materializadas, será, por certo, mais eficiente que o comitê seja composto de três membros, sendo dois economistas e um advogado.

É necessário assinalar que a cláusula deverá ser redigida de modo a seguir o regulamento da câmara que vier a ser escolhida pelas partes. Sem prejuízo dessa diretriz, traz-se, no Apêndice G deste trabalho, uma cláusula padrão recomendada para um contrato de Conta Vinculada.

Por fim, destaca-se que a sugestão de utilização do DB nos contratos de Conta Vinculada tem como principal objetivo agilizar a solução dos impasses ou evitar que eles ocorram e que haja necessidade de manifestação formal do DB. Ainda que haja a manifestação formal do DB, a prática demonstra que o tempo médio decorrido entre a propositura de um conflito e a

manifestação final do DB é de 145 dias, respeitados todos os prazos regulamentares,¹⁸⁷ ou seja, um tempo bastante inferior ao que levaria uma decisão definitiva arbitral ou judicial.¹⁸⁸

¹⁸⁷ BAPTISTA, Luiz Olavo; PRADO, Maurício Almeida. Op. cit., p. 135.

¹⁸⁸ Sob este aspecto, em consulta ao Centro de Arbitragem e Mediação da Câmara do Comércio Brasil-Canadá (Câmara Brasil-Canadá), foi recebida a informação de que, somente para instaurar a arbitragem, o tempo estimado é de noventa dias, e que o tempo total estimado para uma decisão definitiva é bastante variado, sendo que as impugnações quanto às escolhas dos árbitros têm sido um fato importante de prolongamento das decisões.

CONCLUSÃO

De início, o presente trabalho propôs-se a caracterizar a Conta Vinculada, instituto que surgiu da necessidade de oferecer garantias às partes de uma relação jurídica em face de situações potencialmente geradoras de falta de confiança entre elas. No âmbito das operações de fusão e aquisição, que constituem o foco deste estudo, buscou-se mapear tais situações, bem como os mais frequentes tipos de conflito, suas causas e efeitos, para, por fim, propor meios de solucionar impasses ou, ao menos, mitigá-los.

Para percorrer esse caminho, empregou-se como metodologia tanto a revisão teórica da doutrina concernente ao tema como o exame de casos concretos, tendo este último permitido a apreensão da prática jurídica num campo ainda permeável a discussões em razão de lacuna legislativa. Procedeu-se, assim, à descrição do funcionamento e da utilização de uma Conta Vinculada no Brasil, em operações de fusão e aquisição, em comparação com o uso de tal instituto nos Estados Unidos, demonstrando em que medida o modelo americano repercutiu no modelo brasileiro.

Da comparação entre os dois países, tanto no que se refere à aplicação prática como no que diz respeito à base teórica do instituto (*escrow agreement*), ressalta uma distinção: nos Estados Unidos, o depositário assume o papel de agente fiduciário, passando a deter a titularidade do bem até a sua devolução ou liberação para o depositante ou beneficiário, ao passo que, no Brasil, a instituição bancária (depositário) não pode abrir uma Conta Vinculada em seu nome.

Assim, quando o depositante confia os recursos ao *escrow agent* americano, estabelece-se uma relação de *trust*; porém, como no Brasil não há a figura do *trust*, as Contas Vinculadas devem ser abertas em nome de uma das partes da relação principal; no caso das operações de fusão e aquisição, em nome do comprador ou do vendedor.

O contrato de Conta Vinculada foi examinado especialmente em sua função de garantia do contrato de compra e venda de participação societária, situação em que coube elucidar em que medida o instituto atende aos diferentes interesses de cada uma das partes (o comprador e o vendedor).

O aprofundamento do tema e da problemática que o envolve não teria sido possível sem a identificação da natureza jurídica do contrato de Conta Vinculada sob a exegese do direito brasileiro e seus efeitos jurídicos. Ficou demonstrada sua atipicidade, ou tipicidade mista, uma vez que se caracteriza por uma combinação de obrigações típicas dos contratos de depósito e mandato.

Sob esse aspecto, foi observada uma possível confusão ao se considerar o contrato de Conta Vinculada um contrato de depósito bancário vinculado, em que a movimentação estaria condicionada a determinados fatos, servindo, com isso, de garantia a outras operações a serem realizadas pelo banco.¹⁸⁹ Ocorre que essa modalidade geralmente é adotada para garantir outras operações que o cliente tenha realizado com o próprio banco, cujo instrumento acaba sendo um contrato de adesão — e, com isso, atraindo a aplicação dos artigos 423 e 424 do Código Civil, diferentemente do que ocorre com os contratos de Conta Vinculada.

Com intuito de buscar uma recomendação de ação prática, foi fundamental arrolar os pontos fortes e os pontos fracos da Conta Vinculada e mostrar em que medida tal instituto contribui positivamente para que as transações de fusão e aquisição ocorram em maior número e, ainda, com menor risco para as partes. Impôs-se ainda lançar luz sobre as deficiências de operacionalização no tocante à manutenção da Conta Vinculada no Brasil, especialmente o risco de conflitos que impeçam a liberação dos recursos depositados

Finalmente, voltando a atenção para o momento posterior à assinatura dos instrumentos que envolvem uma operação de fusão e aquisição, foi possível chegar a uma alternativa contratual para a solução de impasses entre vendedor e comprador (partes do contrato de Conta Vinculada), um dos objetivos do presente trabalho. A proposta visa evitar que os recursos depositados na Conta Vinculada fiquem retidos, simplesmente aguardando o desfecho de longas disputas, morosas e onerosas, entre comprador e vendedor.

Essa busca de meios para solucionar as controvérsias acerca da liberação dos recursos da Conta Vinculada conduziu a pesquisa para a identificação dos conflitos recorrentes entre as partes, quais sejam: (i) ajustes de preço, seja pela confirmação dos resultados financeiros da empresa-alvo após o fechamento (*holdback*), seja pelo recebimento de uma parcela variável do preço (*earnout*) atrelada a resultados futuros da empresa-alvo, após o fechamento; e (ii) conflitos relacionados à indenização paga pelo vendedor ao comprador em razão das contingências da empresa-alvo materializadas.

A identificação desses conflitos permitiu concluir que as questões neles envolvidas têm caráter essencialmente técnico, sendo algumas delas recorrentes. Dessa forma, buscou-se agregar cláusulas de solução de impasses típicas de contratos de compra e venda de participação societária a mecanismos usualmente adotados para o mesmo fim por outros tipos de contrato em operações complexas (por exemplo, os contratos de construção), examinando-se em que medida tais mecanismos se aplicariam com vantagem aos contratos de Conta Vinculada.

¹⁸⁹ DINIZ, Maria Helena. Op. cit., v. 4, p. 839.

Chegou-se, assim, a uma alternativa para a solução de impasses nos contratos de Conta Vinculada: a convocação de um *dispute board*, composto de profissionais capacitados e imparciais, com profundo conhecimento técnico sobre a matéria objeto do contrato. Eles serão consultados durante a execução do referido instrumento, à medida que os conflitos surgirem, e, mais do que isso, farão reuniões periódicas a fim de prevenir os conflitos.

É certo que a cláusula de *dispute board* a ser incluída no contrato deve ser elaborada de acordo com cada operação em que o modelo se encaixe, considerando-se o tamanho e o grau de complexidade da transação de fusão e aquisição. De qualquer forma, sugere-se a adoção da modalidade com decisões vinculativas para evitar que as partes do contrato de compra e venda de participação societária tenham de aguardar eventual decisão arbitral ou judicial para dispor dos recursos da Conta Vinculada.

A sugestão de inclusão da cláusula de *dispute board* no contrato de Conta Vinculada e no contrato de compra e venda de participação societária, como um mecanismo eficiente e célere de solução de impasses, configura, assim, o propósito, em essência, deste trabalho, que tenciona propiciar segurança tanto às partes envolvidas nas transações de fusão e aquisição como aos operadores do direito.

Ademais, e não menos importante, este estudo demonstrou a relevância que a Conta Vinculada tem nas transações de fusão e aquisição, dado que viabiliza operações que de outra forma não seriam concluídas, seja por causa do risco de assimetria de informações entre as partes envolvidas, seja pelos riscos futuros a que se sujeitam vultosas quantias, seja pela falta de consentimento sobre o valor que essas operações costumam ter.

Entre os benefícios que o uso da Conta Vinculada traz para as operações de fusão e aquisição, podem-se mencionar os seguintes: (i) redução do risco de assimetria de informações entre comprador e vendedor, tendo em vista que o comprador passa a ter uma garantia de ser indenizado por contingências materializadas que gerem perdas e necessidade de pagamento de dívidas cujo fato gerador tenha ocorrido em data anterior ao fechamento; (ii) possível aumento do valor da transação, tendo em vista que, como o comprador tem garantia (que pode ser total ou parcial) das contingências levantadas na *due diligence* realizada antes do fechamento, não há necessidade de desconto do preço para cobertura de tais contingências e, com isso, o valor da transação pode ser maior, caso ao final do período de manutenção da Conta Vinculada as contingências não se materializem e o vendedor receba os valores depositados (total ou parcialmente); e (iii) viabilização de transações que exijam ajuste de preço com checagem dos resultados após o fechamento e acesso irrestrito aos relatórios e dados financeiros da empresa-alvo, ou a obtenção de determinadas licenças ou autorizações pendentes, pois nesse caso a

Conta Vinculada — denominada *holdback* — permite que, no dia do fechamento da negociação, o comprador deposite o valor do preço total estipulado pelas partes e, após a revisão dos relatórios/demonstrações financeiras, haja um ajuste do preço, para cima ou para baixo, com a respectiva liberação para o vendedor ou para o comprador, conforme o caso. O mesmo vale na hipótese da obtenção da licença ou autorização, de modo que, tão logo seja cumprida essa condição, o vendedor receba os recursos depositados.

Em face da amplitude da questão que cerca a Conta Vinculada, seja pela falta de regulamentação do tema no Brasil, seja porque o uso do mecanismo se dá em variados tipos de operação (por exemplo: operações de financiamento de projetos — *project finance*), como garantia de contratos de naturezas diversas (por exemplo: contrato de venda e compra de imóveis, móveis, *softwares* etc.), definiu-se como escopo do presente trabalho, por um lado, o estudo do funcionamento da Conta Vinculada nos Estados Unidos e no Brasil, em sua função de garantia, seja para o vendedor, seja para o comprador, e, por outro, seu o enquadramento jurídico no Brasil. Do exame acurado da questão concluiu-se ser um contrato atípico ou atípico misto (resultante da união do contrato de depósito com o contrato de mandato). Demonstraram-se, por fim, os riscos embutidos no seu uso — especialmente o de impasses quanto à liberação dos recursos após o fechamento da transação —, e recomendou-se uma medida contratual para mitigar esse risco.

A confidencialidade dos processos arbitrais e a característica de eleição do foro arbitral para dirimir todas as dúvidas, controvérsias ou questões oriundas dos contratos ligados às operações de fusão e aquisição no Brasil foram um limitador para a exposição de exemplos concretos de impasses que envolvem a liberação de recursos da Conta Vinculada.¹⁹⁰

Finalmente, como já exposto, a Conta Vinculada é um tipo de instrumento que pode ser utilizado como garantia de outras operações, tais como *project finance*, transações imobiliárias ou transações de bens móveis (como compra e venda de aeronaves, aquisição de *software* e outros). Ademais, como há pouco estudo sobre o tema da Conta Vinculada em geral, a escolha de qualquer desses institutos como objeto de futuras pesquisas será enriquecedora não só para o ambiente teórico como para a prática dos agentes envolvidos nessas transações.

¹⁹⁰ Embora tenha sido aplicada a experiência dos casos patrocinados pela autora e daqueles obtidos por meio das entrevistas realizadas com especialistas no tema da Conta Vinculada, não foi possível apresentar casos que contivessem expressamente as informações das partes nem sua descrição detalhada.

OPORTUNIDADE DE PESQUISA FUTURA

Ainda que este trabalho tenha enfocado o risco de conflitos relativos à liberação dos recursos na Conta Vinculada, a presente pesquisa não se furtou a tratar, embora com pouca profundidade, dos riscos ligados à manutenção dessa conta em nome do vendedor, do comprador ou da sociedade-alvo, visto que tais recursos ficam expostos a eventualidades de constrição — como penhora *online* e bloqueio de conta — ou ainda à recuperação judicial e/ou à falência do titular da conta, podendo ser reivindicados por credores desses processos. Fica sugerido, portanto, um tema de pesquisa futura, que se volte para a solução desse outro problema identificado.

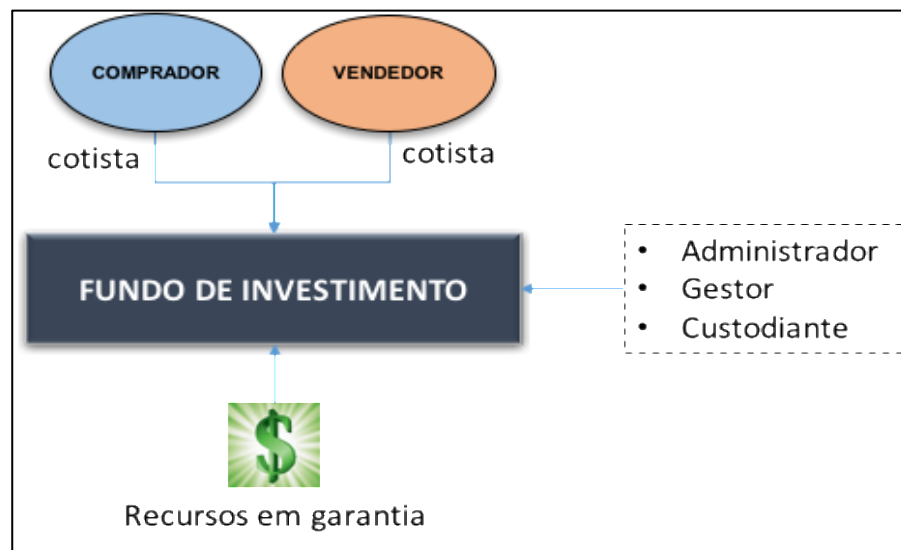
Um meio de lidar com tal problema — além de outras medidas, a depender do montante que as partes estipularem para fins de garantia por perdas oriundas das contingências materializadas após o fechamento — é, em vez de constituir uma Conta Vinculada, criar um fundo de investimento com a mesma finalidade da Conta Vinculada.

Considerando que: (i) os valores destinados às Contas Vinculadas, quando têm finalidade de garantia de perdas oriundas de contingências materializadas de responsabilidade do vendedor, costumam ficar depositados por um período longo; (ii) as partes estipulam no contrato de Conta Vinculada as orientações de investimentos dos recursos da conta; (iii) a instituição bancária exerce o papel de gestão da conta; (iv) os valores somente podem ser liberados por instrução conjunta do depositante e do beneficiário; e, (v) quando os recursos são liberados para o beneficiário-vendedor, a natureza jurídica dos recursos é de *preço*, pode ser estudada a possibilidade de constituição de um fundo de investimento exclusivo ou restrito com a função de garantia, ou outro fundo mais adequado conforme as condições da transação exigirem.

Quanto ao fundo de investimento exclusivo ou restrito, trata-se daquele constituído para receber aportes de um único cotista (artigo 130 da Instrução Normativa CVM n. 555/2014), o qual se aplica ao caso em tela, pois somente o comprador (da operação de fusão e aquisição) fará o aporte no fundo.

Após a constituição do fundo, o comprador (da operação de fusão e aquisição) pode ceder uma pequena parte de suas cotas para o vendedor (da operação de fusão e aquisição) como pagamento do preço, de forma que ambos se tornem cotistas do fundo e, com isso, possam estabelecer as condições de investimentos dos recursos, bem como as limitações para resgates ou amortizações das cotas do fundo até que as condições estabelecidas no contrato de compra e venda de quotas/ações se operem (ver quadro 1).

Quadro 1 - Esquema da formação do fundo como garantia¹⁹¹



Nascido o direito do vendedor de ter acesso a parcela do preço aportada no fundo de investimento, o comprador cede as respectivas cotas para o vendedor como pagamento do preço. O vendedor, por sua vez, poderá manter o fundo, sendo o único cotista, ou liquidar o fundo.

Caso haja a materialização de contingências e perdas para o comprador por dívidas de responsabilidade do vendedor, o comprador poderá resgatar (fundo aberto) ou amortizar (fundo fechado)¹⁹² as cotas cujo valor represente o *quantum* a ser ressarcido.

Ante todo o exposto, mesmo que cada operação deva considerar os custos envolvidos na constituição de um fundo *versus* a abertura de uma Conta Vinculada, bem como o impacto tributário de cada opção, considera-se que o fundo de investimento poderia ser uma alternativa com menor risco para o beneficiário da Conta Vinculada

De todo modo, caso se opte pela Conta Vinculada, recomenda-se que as cláusulas sugeridas no presente trabalho sejam incorporadas ao contrato. Será, por certo, a forma mais adequada de prevenir os possíveis problemas e riscos ou de mitigá-los.

¹⁹¹ Elaboração própria.

¹⁹² O artigo 44 da Lei n. 6.404/1976 trata do resgate e da amortização de ações, cujo conceito pode ser aplicado nas cotas dos fundos de investimentos: “Art. 44. O estatuto ou a assembleia-geral extraordinária pode autorizar a aplicação de lucros ou reservas no resgate ou na amortização de ações, determinando as condições e o modo de proceder-se à operação. § 1º O resgate consiste no pagamento do valor das ações para retirá-las definitivamente de circulação, com redução ou não do capital social, mantido o mesmo capital, será atribuído, quando for o caso, novo valor nominal às ações remanescentes. § 2º A amortização consiste na distribuição aos acionistas, a título de antecipação e sem redução do capital social, de quantias que lhes poderiam tocar em caso de liquidação da companhia. § 3º A amortização pode ser integral ou parcial e abranger todas as classes de ações ou só uma delas.”

REFERÊNCIAS

- ABRÃO, Nelson. **Direito bancário**. 17. ed. atual. e ampl. por Desembargador Carlos Henrique Aarão. São Paulo: Saraiva Educação, 2018.
- ANTUNES, João Tiago Morais. **Do contrato de depósito *escrow***. Coimbra: Almedina, 2007.
- AZEVEDO, Álvaro Villaça. **Teoria geral dos contratos típicos e atípicos**. São Paulo: Atlas, 2009.
- BANCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A. **Editai de oferta pública unificada de aquisição de ações ordinárias e preferenciais de emissão de Banco Industrial e Comercial S.A.** São Paulo, 27 ago. 2015. Disponível em: http://www.br.ccb.com/media/Investidores/Editai_da_OPA_BICBANCO_270815.pdf. Acesso em: 13 maio 2019.
- BAPTISTA, Luiz Olavo; PRADO, Maurício Almeida. **Construção civil e direito**. São Paulo: Lex, 2011.
- BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. **Código Civil interpretado: conforme a Constituição da República**. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.
- BHAGAT, Sanjai; KLASA, Sandy; LITOV, Lubomir P. **The Use of Escrow Contracts in Acquisition Agreements**. 5 set. 2016. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2271394>; <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2271394>. Acesso em: 05 fev. 2019.
- BOTREL, Sérgio. **Fusões e aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.
- BRASIL. Conselho da Justiça Federal. Centro de Estudos Judiciários do Conselho da Justiça Federal. **I Jornada Prevenção e Solução Extrajudicial de Litígios: enunciados**. Brasília: CJF, 22-23 ago. 2016. Disponível em: <https://www.cjf.jus.br/cjf/noticias/2016-1/setembro/cjf-publica-integra-dos-87-enunciados-aprovados-na-i-jornada-prevencao-e-solucao-extrajudicial-de-litigios>. Acesso em: 05 jan. 2018
- BRASIL. Ministério da Fazenda. Conselho Administrativo de Recursos Fiscais. **Processo administrativo n. 19515.720697/2011-28**. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4123735/mod_resource/content/0/CARF%20-%20ESCROW%20-%20PESSOA%20FISICA%20-%20Decisao_19515720697201128.PDF. Acesso em: 8 fev. 2019.
- BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n. 1.569.422/RJ**. Rel. Min. Marco Aurélio Bellize, 3ª Turma, j. 26 abr. 2016.
- BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n. 1.639.035/SP**. Rel. Min. Paulo de Tarso Sanseverino, 3ª T, j. 18 set. 2018.
- BUENO, Júlio; FIGUEIREDO, Augusto. Os *dispute boards* em contratos de construção e grandes projetos de infraestrutura. **Cadernos FGV Projetos**, v. 12, n. 30: Solução de Conflitos, p. 88-97, abr./maio 2017. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/18438>. Acesso em: 03 jul. 2019.

CARRAMASCHI, Bruno Macorin. Implicações tributárias em operações de M&A. In: ROCHA, Dinir Salvador Rio da; QUATTRINI, Larissa Teixeira (coord.). **Fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence**. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 187-227. [Série “GVlaw”].

CARVALHOSA, Modesto (coord.); KUYVEN, Luiz Fernando Martins. **Tratado de direito empresarial**: v. 3: sociedades anônimas. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

CETIP. **CETIP dobra de tamanho com aquisição da GRV solutions**. Rio de Janeiro, 29 mar. 2011. Disponível em: http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/3294/CTIP3_ER4T10_20101231_pt%20%283%29.pdf. Acesso em: 09 jan. 2019.

CHALHUB, Melhim Namem. **Alienação fiduciária**: negócio fiduciário. 5. ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

CHRISTOU, Richard. **International Agency, Distribution, and Licensing Agreements**. 3. ed. Londres: Longman, 1996.

DE FRANCHIS, Francesco. **Dizionario giuridico**: inglese-italiano; english-italian. Milano: Giuffrè, 1984.

DELOITTE. Equipe de Strategy, Brand & Marketing (coord.). **Pesquisa de integração Brasil 2015**: entendendo os desafios para maximizar o investimento em M&A. 2015. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/br/Documents/mergers-acquisitions/Pesquisa-de-Integracao-Brasil-2015.pdf>. Acesso em: 22 jun. 2019.

DINIZ, Maria Helena. **Tratado teórico e prático dos contratos**. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. [v. 3; v. 4].

EPSTEIN, Lee; KING, Gary. **Pesquisa empírica em direito**. Tradução Fábio Morosini et al. São Paulo: Direito GV, 2013. [Coleção “Acadêmica Livre”].

ESCROW.COM. **How Does An Escrow Account Work?** [S.d.]. Disponível em: <https://www.escrow.com/escrow-account>. Acesso em: 24 jan. 2019.

ESTADOS UNIDOS. **Code of Federal Regulations**. 1 jan. 2012. Title 12: Banks and Banking. Chapter X: Bureau of Consumer Financial Protection. Part 1024: Real Estate Settlement Procedures Act. Section 1024.17: Escrow Accounts. Disponível: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CFR-2012-title12-vol8/pdf/CFR-2012-title12-vol8-sec1024-17.pdf>. Acesso em: 24 jan. 2019.

ESTADOS UNIDOS. Missouri Court of Appeals, Western District. **Thomas R. HAMMACK, as an Individual and as Co-Trustee by and on Behalf of the Beneficiaries of the Hammack Family Farm Trust, Appellant, v. COFFELT LAND TITLE, INC., Respondent**. Filed: September 6th, 2011. Precedential Status: Precedential. Citations: 348 S.W.3d 75. Docket Number: WD 72477. Panel: Joseph M. Ellis, James Smart, James Edward Welsh. Judges: James Edward Welsh, P.J., James M. Smart, Jr., and Joseph M. Ellis. Disponível em: <https://www.courtlistener.com/opinion/2541185/hammack-v-coffelt-land-title-inc>. Acesso em: 24 jan. 2019.

ESTADOS UNIDOS. **Real Settlement Procedures Act (RESPA)**. 1974. Disponível em: https://files.consumerfinance.gov/f/201503_cfpb_regulation-x-real-estate-settlement-procedures-act.pdf. Acesso em: 24 jan. 2019.

FERNANDES, Karla. **Entrevista concedida à autora pessoalmente**. São Paulo, 11 ago. 2017. [Informação verbal].

FRANKEL, Michael E. S. **Mergers and Acquisitions Basics: The Key Steps of Acquisitions, Divestitures, and Investments**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2005.

FREUND, James C. An Overview of the Acquisition Agreement. In: FREUND, James C. **Anatomy of a Merger**. New York: Law Journal Press, 1975.

GOMES, Orlando. **Contratos**. Atualizado por Antonio Junqueira de Azevedo e Francisco Paulo de Crescenzo Marino. Coordenação Edvaldo Brito. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

GUEDES, Katucia Maria Lauricella. **Considerações acerca dos Dispute Boards e perspectivas de sua utilização no mercado brasileiro**. Orientador: Prof. Rodrigo Fernandes Rebouças. Trabalho de Conclusão de Curso (LL.M em Direito dos Contratos) – Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2017.

HALEMBECK, Luiz Fernando Amaral. Compra e venda de sociedades fechadas. In: ROVAI, Armando Luiz; MURRAY NETO, Alberto (coords.). **As sociedades por ações na visão prática do advogado**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 169-187.

HOW Does an Escrow Account Work? **Money 101**, [s.d.]. Disponível em: <http://time.com/money/collection-post/2792060/how-does-an-escrow-account-work>. Acesso em: 24 jan. 2019.

INGRAHAM JR., William A. Escrow Agreements. **University of Miami Law Review**, v. 8, n. 1, p. 75-83, 1953. Disponível em: <https://repository.law.miami.edu/umlr/vol8/iss1/9>. Acesso em: 25 jan. 2019.

INTERNATIONAL CHAMBER OF COMMERCE. **Dispute Board Rules**. 1 out. 2015. Disponível em: <https://iccwbo.org/dispute-resolution-services/dispute-boards/rules>. Acesso em: 30 maio 2019.

KONDER, Carlos Nelson. Qualificação e coligação contratual. **Revista Forense**. Rio de Janeiro, v. 406, p. 55-86, nov./dez. 2009.

KPMG CORPORATE FINANCE. **Fusões e aquisições**: 2018: 1º trimestre. Jun. 2018. Disponível em: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2018/06/br-fusoes-aquisicoes-1o-trimestre-2018.pdf>. Acesso em: 26 jan. 2019.

MADRONA Advogados. **Madrona Advogados e seus sócios são recomendados pelo Chambers & Partners Latin America 2018**. Disponível em: <https://www.madronalaw.com.br/news/chambers-2018>. Acesso em: 18 set. 2018.

MADRONA Advogados. **Ricardo Madrona**. Disponível em: <http://www.madronalaw.com.br/#equipe>. Acesso em: 18 set. 2018.

MARINO, Franciso Paulo de Crescenzo. **Contratos coligados no direito brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2009.

MARTINS, Raphael Manhães . Análise da “aclimação” do *trust* ao direito brasileiro: o caso da propriedade fiduciária. In: FRADERA, Véra Maria Jacob; ESTREVEZ, André Fernandes; RAMOS, Ricardo Ehrensperger (coord.). **Contratos empresariais**. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 437-466.

MCCARTHY, S. C.; TIONG, R. L. K. Financial and Contractual Aspects of Build-Operate-Transfer Projects. **International Journal of Project Management**, v. 9, n. 4, p. 222-227, nov. 1991.

MEIRA, Fernando Alves. Modalidades e garantias da obrigação de pagamento do preço e de indenizar de vendedores em transações de M&A. In: SIQUEIRA, Marcelo; BUHATEM, Fernanda Bastos; TREIGER, José Marcos; SHERIQUE, Elie Jacques (coord.). **Brasil M&A: guia para fusões e aquisições de empresas brasileiras**. Rio de Janeiro: Donnelly Financial Solutions do Brasil, 2017, p. 101-110. Disponível: <https://www.foinvest.com.br/laminas/brasil-m-a/brasil-m-a.pdf>. Acesso em: 29 maio 2019.

MILLS, Edwin S. The Functioning and Regulation of Escrow Accounts. **Housing Policy Debate**, v. 5, n. 2, p. 203-218, 1994. Disponível em: https://www.innovations.harvard.edu/sites/default/files/hpd_0502_mills.pdf. Acesso em: 26 jan. 2019.

MORAIS, Nuno Miguel Ferreira. **O contrato de depósito “escrow”**. Dissertação (Mestrado em Direito da Empresa e dos Negócios) – Universidade Católica Portuguesa, Porto, 2015.

PAIVA, Mariana Monte Alegre de. **Controvérsias tributárias dos mecanismos contratuais de ajuste de preço em operações de fusões e aquisições**. São Paulo: Almedina, 2019.

PARGENDLER, Mariana. Desenho Contratual em perspectiva comparada: reflexões sobre a relação entre tipificação legal e inovação contratual. **Revista da Faculdade de Direito – UFPR**. Curitiba, v. 61, n. 1, p. 219-245, jan./abr. 2016.

PELUSO, Cezar (coord.). **Código Civil comentado: doutrina e jurisprudência**. 7. ed. rev. e atual. Barueri, SP: Manole, 2013.

PINTO JUNIOR, Mario Engler. Pesquisa jurídica no mestrado profissional. **Revista Direito GV**, v. 14, n. 1, p. 27-48, jan./abr. 2018.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. **Fusões e aquisições no Brasil**: junho 2018. [S.d.]. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2018/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-junho-2018.html>. Acesso em: 30 jan. 2019.

RANZOLIN, Ricardo. A eficácia dos *dispute boards* no direito brasileiro. **Revista de Arbitragem e Mediação**. São Paulo, v. 52, p. 197-219, mar. 2017.

REED, Stanley Foster; LAJOUX, Alexandre Reed; NESVOLD, Peter H. **The Art of M&A: A Merger Acquisition Buyout Guide**. 4. ed. Nova York: McGraw-Hill, 2007. [E-book].

ROCHA, Dinir Salvador Rios; NUNES, Marcelo Galiciano. *Term sheet* e contrato de compra e venda de ações ou quotas. In: ROCHA, Dinir Salvador Rio da; QUATTRINI, Larissa Teixeira (coord.). **Fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence**. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 71-114.

SÁ, Flavio. Seguro M&A: gestão eficiente do passivo oculto. **Lexisnexus**, [S.d.]. Disponível em: <https://www.lexisnexus.com.br/lexis360/doc/3146784/seguro-de-ma-gestao-eficiente-do-passivo-oculto>. Acesso em: 10 dez. 2018.

SEPHORA. **Sobre a Sephora**. [S.d.]. Disponível em: <https://www.sephora.com.br/institucional/sobre-a-sephora>. Acesso em: 15 nov. 2018.

SHERMAN, Andrew J. **Mergers and Acquisitions from A to Z**. Strategic and practical guidance for small and middle-market. Buyers and Sellers. New York: Amacom, 2010.

STIMMEL, STIMMEL & SMITH. **The Basics of the Law and Practice of Escrow**. [S.d.]. Disponível: <https://www.stimmel-law.com/en/articles/basics-law-and-practice-escrow>. Acesso em: 25 jan. 2019.

TANURE, Betania; CANÇADO, Vera L. Fusões e aquisições: aprendendo a experiência brasileira. **Revista de Administração de Empresas – RAE**, v. 45, n. 2, p. 10-22, abr./jun. 2005. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75902005000200002>. Disponível em: <https://rae.fgv.br/rae/vol45-num2-2005/fusoes-aquisicoes-aprendendo-com-experiencia-brasileira>. Acesso em: 28 jan. 2019.

THE ROBBINS COLLECTION. **The Common Law and Civil Law Traditions**. School of Law (Boalt Hall), University of California at Berkeley. Disponível em: <https://www.law.berkeley.edu/wpcontent/uploads/2017/11/CommonLawCivilLawTraditions.pdf>. Acesso em: 08 dez. 2018.

URTASUN, Leyre Elizari. El contrato de *escrow*: configuración em origen y recepción em el derecho español. **Revista de Derecho Civil**, v. 3, n. 4, Estudios, p. 35-67, out./dez. 2016. Disponível em: <http://www.nreg.es/ojs/index.php/RDC/article/view/229/177>. Acesso em: 15 jan. 2018.

USLEGAL. **Doctrine of Relation Back Law and Legal Definition**. [S.d.]. Disponível em: <https://definitions.uslegal.com/d/doctrine-of-relation-back>. Acesso em: 28 jan. 2019.

VAZ, Gilberto José. Breves Considerações sobre os *disputes boards* no direito brasileiro. **Revista de Arbitragem e Mediação**, v. 10, n. 38, p. 141-178, jul./set. 2006.

WAISBERG, Ivo; GORNATI, Gilberto. **Direito bancário**: contratos e operações Bancárias. São Paulo: Saraiva, 2016.

WALD, Arnoldo. **Direito civil**: v. 2: direito das obrigações e teoria geral dos contratos. São Paulo: Saraiva, 2011.

WALD, Arnoldo. *Dispute resolution boards*: evolução recente. **Doutrinas Essenciais Arbitragem e Mediação**, v. 6/2017, p. 1.065-1.078, set. 2014 DTR/2011/2567.

WALD, Arnoldo. *Dispute resolution boards*: evolução recente. **Revista de Arbitragem e Mediação**. São Paulo, v. 8, n. 30, p. 139-151, jul./set. 2011.

WALD, Arnoldo; MORAES, Luiza Rangel de; WAISBERG, Ivo. Fusões, incorporações e aquisições: aspectos societários, contratuais e regulatórios. *In*: WARDE JR., Walfrido Jorge (coord.). **Fusão, Cisão, Incorporação e temas correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 30-75.

WATANABE, Kazuo. Depoimento. **Cadernos FGV Projetos**, v. 12, n. 30: Solução de Conflitos, p. 22-29, abr./maio 2017. Disponível em: <https://fgvprojetos.fgv.br/publicacao/cadernos-fgv-projetos-no-30-solucao-de-conflitos>. Acesso em: 10 abr. 2019.

WITZ, Claude. Les Divers comptes bancaires utilisés dans les opérations de compensation internationale. **Revue Banque: Supplément Banque & Droit**, n. 484, p. 18-25, jun. 1988.

ANEXO - Consulta ao Banco Central do Brasil sobre a regulamentação da Conta Vinculada

Dados do Pedido

Protocolo	18600000180201944
Solicitante	003148
Data de Abertura	23/01/2019 16:41
Órgão Superior Destinatário	BACEN – Banco Central do Brasil
Órgão Vinculado Destinatário	
Prazo de Atendimento	12/02/2019
Situação	Respondido
Status da Situação	Acesso Concedido (Informações enviadas por e-mail)
Forma de Recebimento da Resposta	Pelo sistema (com avisos por e-mail)
Resumo	Gostaria de saber se há no banco central qualquer regulamentação para as contas vinculadas
Detalhamento	Havendo regulamentação para as contas vinculadas, qual seria o fundamento regulatório? Ademais, há qualquer orientação ou norma do banco central que proíba as instituições financeiras realizarem constrição em contas vinculadas (ex: Bacenjud)? É possível abrir uma conta vinculada com mais de um titular, ou seja, conjunta?

Dados da Resposta

Data de Resposta	30/01/2019 16:55
Tipo de Resposta	Acesso Concedido
Classificação do Tipo de Resposta	Informações enviadas por e-mail

Resposta

Prezado(a) Senhor(a),

Não há normativos do Banco Central ou do Conselho Monetário Nacional que tratem do assunto “contas vinculadas”.

Especificamente em relação ao Bacenjud, os bloqueios de valores são cumpridos pelas Instituições Financeiras participantes em observância ao artigo 13 do regulamento do Bacenjud de 12.12.2018, disponível em nosso site pelo endereço <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/bacenjud> ou seguindo por “Página Inicial > [Acesso à informação do BC](#) > Bacen Jud”.

Conforme prevê o artigo 15 da Lei 12.527, de 2011, no caso de indeferimento de acesso à informação ou às razões da negativa do acesso, poderá o interessado registrar recurso contra a decisão no prazo de 10 (dez) dias perante o Chefe do Departamento de Atendimento ao Cidadão.

Atenciosamente,

Departamento de Atendimento ao Cidadão (Deati)

Divisão de Atendimento ao Cidadão (Diate)

Tel: 145

www.bcb.gov.br/?FALECONOSCO

Responsável pela Resposta

Departamento de Atendimento ao Cidadão

Destinatário do Recurso de Primeira Instância:

Chefe do Departamento de Atendimento ao Cidadão

Prazo Limite para Recurso

11/02/2019

Classificação do Pedido

Categoria do Pedido

Economia e Finanças

Subcategoria do Pedido

Finanças

Número de Perguntas

1

Histórico do Pedido

Data do evento	Descrição do evento	Responsável
23/01/2019 16:41	Pedido Registrado para o Órgão BACEN – Banco Central do Brasil	SOLICITANTE
24/01/2019 15:46	Pedido Em Andamento	BACEN – Banco Central do Brasil
30/01/2019 16:55	Pedido Respondido	BACEN – Banco Central do Brasil

APÊNDICES

APÊNDICE A - Modelo de cláusula de procedimento para notificação no caso de indenização

[...] a Parte Indenizada deve enviar à Parte Indenizadora uma notificação por escrito especificando a natureza da reclamação ou seus pedidos e, se conhecido, o valor estimado da perda incorrida (a “Notificação”). Para ser válida, a Notificação deverá ser feita por escrito e deverá:

(i) declarar, com detalhes razoáveis, os motivos específicos da mesma e o montante reclamado, se conhecido; e

(ii) ser entregue em até: (a) 30 (trinta) dias úteis após a Parte Indenizada ter ciência das circunstâncias que deram origem a tal reclamação; ou (b) a data em que decorrido 1/3 (um terço) do prazo para manifestação no processo ou procedimento descrito na Notificação, exceto quando o tempo aplicável para a manifestação é igual ou menor que 5 (cinco) dias, quando a Notificação deverá ser entregue dentro de 2/5 (dois quintos) do prazo para manifestação [...].

APÊNDICE B - Modelo de cláusula de preço com *holdback* e Conta Vinculada

1. O montante correspondente a 15% (quinze por cento) do preço de compra estimado (“Montante Retido”) deverá ser segurado pelo COMPRADOR e depositado em uma conta bancária separada em nome do COMPRADOR e dos VENDEDORES (Conta de Retenção) na Data de Fechamento. O Valor Retido deverá ser mantido e liberado com os juros correspondentes, nos termos das Cláusulas [...] abaixo e de acordo com os termos do Contrato de Retenção.

1.1. Balanço do Inventário contraditório. Dentro de 10 dias (dez) dias após a Data do Fechamento, as partes devem proceder à contagem física e verificação do inventário das SOCIEDADES, de acordo com o processo descrito no anexo [...] do presente instrumento, cujo resultado deve ser considerado para o cálculo do capital de giro líquido do fechamento.

1.2. Procedimento para determinação do preço de compra. Com vista a calcular o preço de compra, a COMPRADORA deve calcular a dívida líquida do fechamento, o capital de giro líquido do fechamento e o capital de giro visado.

1.2.1. No prazo de 30 (trinta) dias úteis após o fechamento, a COMPRADORA deverá fornecer aos VENDEDORES, por aviso, o cálculo da COMPRADORA do Preço de Compra, de acordo com item 1 e os Documentos de Preço de Compra.

1.3. No prazo de 5 (cinco) dias úteis a partir da determinação final do preço de compra, tendo em vista o prazo aplicável e os procedimentos para liberação do montante Retido da Conta de Valores Retidos, o pagamento do saldo líquido deverá ocorrer da seguinte forma:

(i) Se o saldo líquido for um valor positivo, a COMPRADORA terá a obrigação de pagar o montante do saldo líquido para os VENDEDORES mediante liberação dos valores depositados na conta vinculada e transferência bancária nos termos deste contrato.

(ii) Se o saldo líquido for um valor negativo, os VENDEDORES terão a obrigação de pagar o montante do saldo líquido para COMPRADORA;

(iii) Se o saldo líquido for um valor negativo, mas inferior ao montante do Valor Retido, a diferença entre o Montante Retido e o saldo líquido deverá ser liberada aos VENDEDORES na mesma data e obedecendo ao mesmo procedimento para o pagamento do saldo líquido.

APÊNDICE C - Modelo de cláusula de preço com *earnout*

3. Pagamento Adicional (*earnout*)

3.1. O Pagamento Adicional será calculado de acordo com a soma do Faturamento das Sociedades Adquiridas no exercício de 2022 (“Faturamento 2022”), da seguinte forma:

(a) caso o Faturamento 2022 seja inferior a R\$ 100.000.000,00 (cem milhões de reais) (“Meta Mínima”), não haverá Pagamento Adicional;

(b) caso o Faturamento 2022 seja igual ou superior a R\$ 165.000.000,00 (cento e sessenta e cinco milhões de reais) (“Meta Máxima”), o pagamento Adicional será de R\$ 40.000.000,00 (quarenta milhões de reais);

(c) caso o Faturamento 2022 seja superior ou igual a R\$ 100.000.000,00 (cem milhões de reais), o Pagamento Adicional será calculado da seguinte maneira:

$$(\text{Faturamento 2022} - \text{Meta Mínima}) \times \text{R\$ } 40.000.000,00$$

$$(\text{Meta Máxima} - \text{Meta Mínima})$$

“Faturamento” significa o somatório da receita decorrente da venda de produtos e serviços das Pessoas Jurídicas Adquiridas, pelo regime de competência do respectivo ano, incluindo, mas não se limitando ao [...].

APÊNDICE D - Modelo de cláusula quanto à indisponibilidade da Conta Vinculada

[...] Se, a qualquer tempo durante o Período de manutenção da Conta de Garantia, e por qualquer motivo não relacionado ao presente Contrato e imputável à COMPRADORA, uma parte ou a totalidade dos recursos depositados na Conta de Garantia de Contingências se tornar indisponível (exceto se a indisponibilidade for causada ou solicitada pelos VENDEDORES), a COMPRADORA deverá notificar os VENDEDORES com a máxima urgência possível a contar da ciência de tal fato. Dentro de 15 (quinze) dias úteis a contar da data na qual a COMPRADORA tomar ciência de tal bloqueio ou indisponibilidade, a COMPRADORA deverá realizar um depósito na Conta de Garantia de Contingências equivalente para compensar os fundos bloqueados ou indisponíveis. A COMPRADORA e o VENDEDOR deverão fazer com que sejam prontamente revertidos em favor da COMPRADORA quaisquer recursos que se tornem novamente disponíveis na Conta de Garantia de Contingências e que tenham sido objeto do depósito previsto nesta Cláusula.

APÊNDICE E - Modelo de cláusula de Conta Vinculada sobre liberações parciais

4.5. Montante do *Escrow*. Na Data do Fechamento e sujeito ao fechamento, o valor de R\$ 17.000.000,00 (dezesete milhões de reais) (“Valor de Custódia”) será transferido pela COMPRADORA para uma conta de custódia (*Escrow Account*) por um período de cinco (5) anos a partir da Data do Fechamento (o “Período de Custódia”), para atender às obrigações de indenização dos VENDEDORES nos termos deste Contrato, entendendo-se que tal montante, bem como os rendimentos financeiros, serão liberados (incluindo o lançamento para os VENDEDORES de partes não utilizadas em cada caso), em conformidade com os termos do contrato de *Escrow* e de acordo com o calendário de lançamentos seguintes:

Valor aniversário para ser liberado:

1º aniversário da Data do Fechamento

2º aniversário da Data do Fechamento

3º aniversário da Data do Fechamento R\$ 1.000.000,00

4º aniversário da Data do Fechamento R\$ 10.000.000,00

5º aniversário da Data do Fechamento R\$ 6.000.000,00 + rendimentos financeiros

4.5.1. As liberações parciais acima da Conta de *Escrow* serão feitas descontados: (i) qualquer quantia já sacado da Conta Vinculada antes da data de liberação para cumprir as obrigações de indenização de VENDEDORES; e (ii) qualquer montante retido, devido a qualquer reclamação ou reivindicações externas de danos, sujeito a indenização pelos VENDEDORES para a COMPRADORA, que não tenha sido determinado na data de lançamento.

4.5.2. O Montante de *Escrow*, em conjunto com os rendimentos financeiros acumulados, será finalmente liberado no quinto aniversário da Data de Fechamento (a “Data de Lançamento”), menos: (a) Qualquer liberação parcial feita de acordo com o cronograma acima, e/ou (b) Qualquer quantia já sacada da Conta de *Escrow* antes da data da liberação para cumprir as obrigações de indenização de VENDEDORES e/ou (c) O montante de qualquer crédito sujeito a danos que gerem indenização pelos VENDEDORES para o COMPRADOR, que não tenha sido definitivamente fixada, resolvida ou retirada antes da data da liberação, caso em que tal montante deve permanecer na Conta Vinculada (e os VENDEDORES e a COMPRADORA farão a retenção de tal) até que a reclamação ou disputa seja finalmente determinada, resolvida ou retirada por um tribunal de jurisdição competente.

4.5.3. Qualquer pagamento a ser feito a partir da Conta de *Escrow* deve ser feito através de notificação por escrito, assinada pelos VENDEDORES, sendo que a COMPRADORA

instruirá e autorizará o Agente Fiduciário a fazer tal pagamento, conforme previsto no Contrato de Custódia.

APÊNDICE F - Modelo de cláusula que trata da falta da notificação do comprador ao vendedor e a responsabilidade de indenização pelo vendedor

O descumprimento da obrigação da PARTE INDENIZÁVEL de promover a notificação nos termos e prazos descritos na cláusula 19.1, acima, ensejará o direito a reduzir ou eliminar, conforme o caso, a obrigação de indenizar pela PARTE INDENIZADORA somente na medida em que tal descumprimento inviabilize ou impossibilite a defesa da respectiva reclamação ou demanda pela PARTE INDENIZADORA.

APÊNDICE G - Modelo de cláusula padrão de *dispute board* recomendada para um contrato de Conta Vinculada

1. As Partes comprometem-se a estabelecer um Comitê de prevenção e solução de disputas por adjudicação (o “Comitê”), em até 30 (trinta) dias após a assinatura do presente Contrato, em conformidade com o Regulamento da Câmara [...] (a “Câmara”) relativo aos *Dispute Boards* (o “Regulamento”), que aqui está incorporado por referência.

1.1. Todos os litígios, conflitos, divergências, ou dúvidas decorrentes do presente Contrato ou a ele relacionados deverão ser submetidos, em primeira instância, ao Comitê, em conformidade com o Regulamento da Câmara que será responsável pela condução do procedimento do Comitê.

1.2. O Comitê terá 3 (três) membros, indicados nos termos do item 1.2.1 dentre aqueles listados abaixo:

1.2.1. O Comprador e o Vendedor, em até 10 (dez) dias a contar da assinatura do presente Contrato, indicarão cada um, por meio de notificação por escrito enviada à Câmara, um membro para o Comitê, respeitando a lista de nomes descritas no item 1.2 acima. Os membros indicados pelo Vendedor e pelo Comprador, em conjunto, em até 5 (cinco) dias após a comunicação por escrito da respectiva nomeação, indicarão, em conjunto, o terceiro membro do Comitê, que assumirá a condição de Presidente do Comitê.

1.3. Caso uma parte deixe de indicar um membro, ou no caso de os dois membros não chegarem a um consenso quanto à indicação do terceiro, nos termos acima dispostos, tal(is) membro(s) será(ão) indicado(s), mediante solicitação de qualquer das Partes, pelo Presidente da Câmara.

1.4. O pagamento dos honorários dos membros do Comitê e demais custos envolvidos com a instauração e funcionamento do Comitê será partilhado entre o Comprador e Vendedor em igual proporção.

1.5. Os membros do comitê se reunirão, ordinariamente, a cada 6 (seis) meses e, extraordinariamente, sempre que qualquer das partes solicitar. As convocações para as reuniões do Comitê serão enviadas pelo Presidente do Comitê com antecedência mínima de 5 (cinco) dias da realização da reunião.

1.5.1. A solicitação de realização de reunião deverá ser enviada, por escrito, por qualquer das partes ao Presidente do Comitê, que terá um prazo de até 5 (cinco) dias para enviar a convocação aos demais membros do Comitê.

1.5.2. Na ausência de qualquer dos membros do Comitê, a reunião será cancelada e o Presidente enviará uma nova convocação com uma nova data de Reunião.

1.5.3. Na hipótese de qualquer dos membros do Comitê faltar em mais de duas reuniões, a Parte que o indicou deverá substituí-lo, em um prazo de até 10 (dez) dias a contar da notificação enviada pelo Presidente do Comitê contendo a solicitação de nomeação de um novo membro. A indicação do novo membro deverá respeitar a lista de nomes descrita no item 1.2 desta cláusula.

1.6. As Partes se comprometem a empregar seus maiores esforços com a contribuição em relação a informações, documentos ou outras ferramentas necessárias para alcançar solução rápida, econômica e justa a qualquer conflito submetido ao Comitê.

1.7. As decisões do Comitê deverão ser proferidas em um prazo de 30 (trinta) dias a contar da realização das reuniões e serão vinculantes para as partes, produzindo efeitos até que haja uma decisão arbitral ou perante o Poder Judiciário que a reforme.

1.7.1. Em até 15 (quinze) dias após a decisão do Comitê, qualquer das partes poderá manifestar sua discordância, que será levada à apreciação da arbitragem, sendo mantidos os efeitos da decisão do Comitê nos termos do item 1.7 acima.

1.7.2. As atas de deliberações das Reuniões dos Comitês deverão ser enviadas para as Partes, por e-mail e por carta com aviso de recebimento.