

TEMA DA PESQUISA

Escrow account

SUMÁRIO

A utilização do Escrow Account

Karine Odorizzi

<https://karineo.jusbrasil.com.br/artigos/186266727/a-utilizacao-do-escrow-account>

4

A ação de depósito e o contrato de escrow nas operações de fusões e aquisições

Vicente de Paula Marques Filho

Amanda Goda Gimenes

<http://www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=4206e38996fae402>

8

O papel da escrow account nas fusões e aquisições

José Ricardo de Bastos Martins e Rafael Villac Vicente de Carvalho

<https://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI152744,51045-O+papel+da+escrow+account+nas+fusoes+e+aquisicoes>

26

Carf analisa a tributação pelo IRPF das quantias recebidas em *escrow account*

Alexandre Evaristo Pinto

<https://www.conjur.com.br/2019-jul-24/direto-carf-carf-analisa-tributacao-irpfdo-escrow-account>

27

COSIT divulga importante Solução de Consulta sobre o ágio na aquisição de investimentos e seus efeitos fiscais na apuração do IRPJ e da CSL - Bruno

Fajersztajn - Paulo Coviello Filho

http://decisoes.com.br/v29/index.php?fuseaction=home.mostra_artigos_boletins.&id_conteudo=4329&b=#ixzz606MNzWJj

32

NÃO SÃO TRIBUTADOS OS VALORES DEPOSITADOS EM “ESCROW ACCOUNT” – SOLUÇÃO DE CONSULTA DA RECEITA 58/2013

Amal Nasrallah

<https://tributarionosbastidores.com.br/2016/04/esc/>

36

- The Use of Escrow Contracts in Acquisition Agreements
 Sanjai Bhagat
 University of Colorado at Boulder - Department of Finance
 Sandy Klasa
 University of Arizona - Department of Finance
 Lubomir P. Litov
 University of Oklahoma - Michael F. Price College of Business; University of
 Pennsylvania - Wharton Financial Institutions Center 39
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2271394
 Bhagat, Sanjai and Klasa, Sandy and Litov, Lubomir P., The Use of Escrow
 Contracts in Acquisition Agreements (September 5, 2016). Available at
 SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2271394> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2271394>
- Contingent Consideration: The Taxation of Earnouts and Escrows
Mergers and Acquisitions: The Monthly Tax Journal, Vol. 2, No. 3, pp. 3-17,
 July 2001
 16 Pages Posted: 28 Jan 2005 88
 Craig M. Boise
 Independent
 James C. Koenig
 Thompson Hine LLP
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=655427
- Acquisition Escrows in Tennessee: An Annotated Model Tennessee
 Acquisition Escrow Agreement
Transactions: Tennessee Journal of Business Law, Vol. 7, pp. 273-293, 2006
 21 Pages Posted: 12 May 2008 Last revised: 28 Aug 2008 104
 Joan MacLeod Heminway
 University of Tennessee College of Law
 Timothy M. McLemore
 Gentry, Tipton & McLemore, P.C.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1130472
- O Contrato de Compra e Venda de Quotas e a Tributação Incidente sobre os
 Valores Depositados na Escrow Account - Antônio Carlos da Silva Neto 125
 Revista de Estudos Tributários. Porto Alegre, ano 20, n. 117, p. 66-, set./out.
 2017.
- Reflexos tributários da utilização de escrow acconunts em operações de M&A – 151

Giordano Andrei dos Santos

<https://www.carpaena.com.br/noticia/reflexos-tributarios-da-utilizacao-de-escrow-accounts-em-operacoes-de-ma>

O Contrato de escrow como garantia de acesso ao código-fonte – Silmara Bega Nogueira

<https://www.magisteronlinee.com.br/mgstrnet/lpext.dll?f=templates&fn=main-hit-j.htm&2.0>

154

BIBLIOTECA RJ

A utilização do Escrow Account

Escrow Account é uma expressão que não há tradução literal para o português, desta forma, é conhecida no Brasil pela sua expressão em inglês. Basicamente trata-se de uma “conta controlada” ou “conta de garantia”.

O contrato com função de garantia Escrow tem suas raízes na antiga prática negocial do direito anglo-saxônico, sobretudo nos Estados Unidos, consistente na entrega de bens de valor elevado em garantia do cumprimento de obrigações à terceiro, que se compromete a guardá-los até que se verifiquem ou não determinadas condições[\[1\]](#)

A conta *Escrow* é mecanismo utilizado em transações que envolvem grandes quantias e consequentemente grandes riscos para as partes, objetivando por meio da criação desta conta, a mitigação destes riscos.

Trata-se da abertura de uma conta, formalizada por meio de um contrato *Escrow*, onde as partes em comum acordo determinam as regras sobre as quais os recursos depositados serão investidos/desembolsados, escolhendo no mesmo ato um terceiro, chamado de agente *Escrow* (ou depositário *Escrow*), para agir como parte neutra da negociação.

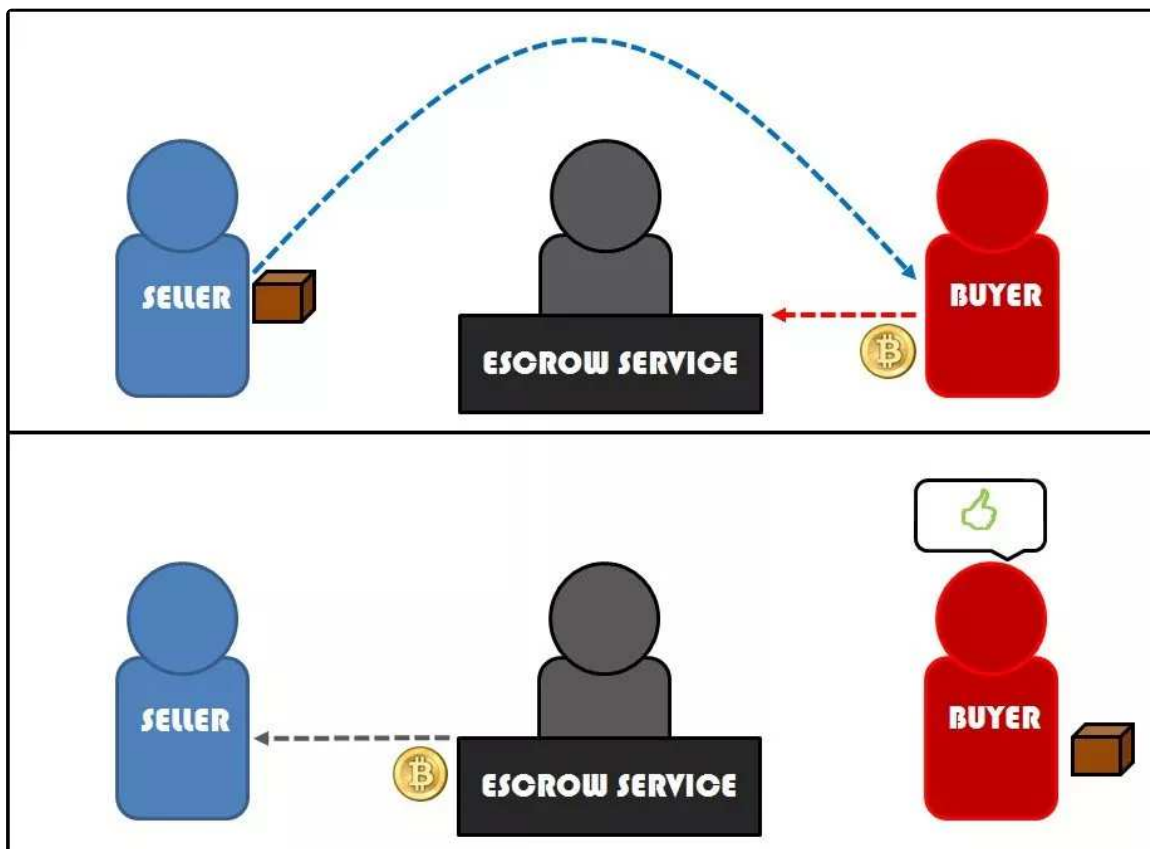
O terceiro indicado geralmente é uma instituição bancária, que se responsabilizará pela guarda, administração e destinação dos ativos depositados, obedecendo estritamente às formas pré-estabelecidas no contrato *Escrow*, trazendo maior garantia para a negociação, haja vista as

partes tenham a garantia de que o valor será liberado nos termos contratados, e ainda, apenas quando cumpridas as condições/etapas do negócio.



*Dentre seus elementos essenciais, no que tange às partes, a doutrina portuguesa aponta **Escrow** como um contrato trilateral, subscrito por duas partes contratantes em negócio jurídico coligado, em razão do qual se realiza o depósito, e um ente fiduciário, o depositário **Escrow**, que acompanhará a execução do contrato principal e a que se confia a guarda dos bens dados em sua garantia^[2]*

Em uma compra e venda, por exemplo, o vendedor, o comprador e o agente **Escrow** assinam o contrato **Escrow**. Após a assinatura do contrato o comprador depositará sob a guarda do agente **Escrow** o valor relativo à compra do objeto. No passo seguinte o vendedor executa os serviços necessários para o fornecimento do produto a ser vendido e remete ao comprador para aprovação. Após a aprovação do produto, o comprador comunica o agente **Escrow** de que o produto foi entregue nos termos contratados, momento este em que o agente **Escrow** efetua a liberação dos valores para o vendedor e a negociação é concluída com êxito para ambas as partes.



Quando se tratam de fusões e aquisições de empresas, por exemplo, sabe-se que o risco envolvido no negócio é bastante alto, de forma que o *Escrow Account* auxilia para trazer maior segurança jurídica as partes, minimizando, por exemplo, os riscos de que o comprador venha a responder por passivos oriundos de fatos anteriores ao fechamento do negócio, vindo a *Escrow* para garantir o cumprimento das obrigações acordadas na negociação comercial.

Nessas operações mercantis parte do preço devido pelo comprador é depositada inEscrow, convencionando-se que somente será entregue ao vendedor se verificado o caráter completo, total e verdadeiro das informações prestadas durante a fase preliminar de negociação da empresa e que influenciaram a decisão de contratar[\[3\]](#).

O depósito *Escrow* consistirá em garantia para o comprador que poderá se ressarcir dos eventuais prejuízos decorrentes da inexatidão das informações prestadas pelo vendedor, apuradas mediante auditoria na empresa objeto de compra.

Nesta fase muitas fusões e aquisições podem não ir adiante quando não houver entre as partes regras claras, e estipulação de mecanismos capazes de abarcar este tipo de situação, como é o caso do depósito *Escrow*.

O depósito Escrow servirá de garantia ao comprador, que poderá exigir a restituição de parte ou da totalidade do preço, a título de indenização, em razão de contingências previstas no contrato que venham a ocorrer durante lapso de tempo convencionado pelas partes[4].

[1] MARQUES FILHO, Vicente de Paula; GIMENES, Amanda Goda. **A AÇÃO DE DEPÓSITO E O CONTRATO DE ESCROW NAS OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES**. Disponível em: <http://www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=4206e38996fae402>. Acesso em 21 de abril de 2015.

[2] ANTUNES, João Tiago Moraes. **Do contrato de depósito Escrow**. Coimbra: Almedina, 2007. P. 165.

[3] ANTUNES, João Tiago Moraes. **Do contrato de depósito Escrow**. Coimbra: Almedina, 2007. P. 192.

[4] MARQUES FILHO, Vicente de Paula; GIMENES, Amanda Goda. **A AÇÃO DE DEPÓSITO E O CONTRATO DE ESCROW NAS OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES**. Disponível em: <http://www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=4206e38996fae402>. Acesso em 21 de abril de 2015.

Disponível em: <https://karineo.jusbrasil.com.br/artigos/186266727/a-utilizacao-do-escrow-account>

A AÇÃO DE DEPÓSITO E O CONTRATO DE ESCROW NAS OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

ACTION OF DEPOSIT AND ESCROW AGREEMENT IN MERGERS AND ACQUISITIONS MARKET

Vicente de Paula Marques Filho¹

Amanda Goda Gimenes²

RESUMO

Analisa a insuficiência normativa em matéria de alienação de sociedade mercantil no Brasil e demonstra a utilização de institutos e conceitos jurídicos anglo-saxões pela prática de negócios de fusões e aquisições de sociedades empresárias, notadamente o contrato de depósito com função de garantia denominada *escrow*. Com base em doutrina estrangeira e no Direito Comparado, analisa os elementos essenciais do contrato de depósito fiduciário *escrow* e propõe a definição de sua natureza jurídica como um depósito irregular, inominado e atípico, com função de garantia, em favor de sujeito alternativamente determinado, figura não contemplada pelo artigo 632 do Código Civil. Investiga a aplicabilidade da ação de depósito do artigo 901 do Código Civil diante da fungibilidade do bem depositado *in escrow* e a possibilidade de se atribuir a terceiro a titularidade do direito de exigir a entrega da coisa.

PALAVRAS-CHAVE: Fusões e aquisições; *Escrow*; Depósito com função de garantia; Sujeito alternativamente determinado.

ABSTRACT

This paper analyses Brazilian Law concerned to mergers and acquisitions market in Brazil and shows that the most of contract and concepts used by Brazilian attorneys follows the Common Law practices, with special focus in escrow account. Based on comparative law the paper analyses the elements of escrow account and offers a proposal for its concept, as an irregular deposit, unnamed, with guarantee function, to the benefit of an alternative person, institute absent of Brazilian Civil Procedure Code. The paper investigates if the Brazilian

¹ Professor de mestrado em Direito Negocial na Universidade Estadual de Londrina (UEL).

² Mestranda em Direito Negocial na Universidade Estadual de Londrina (UEL).

procedure Law has some provision to regulate the escrow account, but concludes that it doesn't have.

KEYWORDS: *Mergers and acquisitions; Escrow; Deposit with guarantee function; Deposit in benefit of an alternative person.*

1. OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

No contexto do Direito Negocial, o Brasil vivencia nas duas últimas décadas intenso movimento de operações de fusões e aquisições de empresas, cujas transações em conjunto movimentam bilhões de reais na economia nacional, fenômeno que se verifica em todas as economias capitalistas do globo.

De acordo com o relatório de fusões e aquisições de fevereiro de 2012 da empresa de consultoria *Price Waterhouse Coopers*, apenas no primeiro bimestre do ano de 2012, o país acumulou 115 negócios, o que representa um volume 5% maior ao apresentado no mesmo período do ano anterior. Anualizados, esses números refletem a importância econômica deste tipo de operação para a economia nacional e justificam a pesquisa dos instrumentos jurídicos pertinentes, sua regulamentação no direito nacional e sua efetividade no âmbito do Judiciário, em matéria de Acesso à Justiça.

Várias razões são referidas para justificar as aquisições, embora todas tenham na origem o desejo de criar valor para os acionistas da sociedade compradora (ARJONA, 2001, p. 42). Pode restringir-se a simples engenharia financeira, como nas LBO's (*leveraged buy out*), pelo qual a sociedade adquirida paga pela sua aquisição com seus próprios ativos e fluxos de caixa, economia de escala, *time to market* (TTM), verticalização da produção, aquisições defensivas ou simples melhoria na eficiência administrativa.

A disciplina jurídica de fusões e aquisições não é algo que interesse apenas ao Direito Civil, como ordinariamente acontece quando se estuda o contrato de compra e venda simples, o comodato ou a locação de imóveis, por exemplo. Nem, tampouco, envolve apenas os profissionais de direito, pois questões centrais como a avaliação do negócio, a decisão de investimento e os aspectos contábeis dependem da participação de economistas e contadores.

Não raro, mesmo tratando-se de operações não sujeitas ao controle da CVM, a operação de fusão e aquisição pode estar sujeita à prévia manifestação do CADE, a teor do que dispõe o artigo 88 da Lei 12.529/11, sempre que a operação puder limitar ou prejudicar a livre concorrência ou acarretar a dominação de mercado relevante, pena de multas

elevadíssimas. Essa prévia exigência deve preocupar as partes logo no início das tratativas porque pode impactar na programação do negócio, nas suas condições e no seu próprio fechamento.

O direito societário será demandado na análise dos efeitos de eventual acordo acionistas que constituam, por exemplo, opções de compra ou de venda de ações ou direito de retirada conjunta (*tag along*), minoritários indesejáveis, efeitos de eventual direito de preferência, ônus sobre as ações, direito de retirada, dentre outros.

Ainda no âmbito contratual, alguns contratos da sociedade alvo com terceiros podem exigir a anuência destes em caso de alienação de controle, como ocorre, por exemplo, com as concessões públicas e outros contratos privados de longa duração.

Na área fiscal, por exemplo, o negócio deve ser precedido de compreensiva diligência para apurar os processos administrativos e judiciais decorrentes de autos de infração lançados contra a sociedade alvo, os efeitos da sucessão tributária devem ser compreendidos e dimensionados, bem como devem ser analisados os impactos dos tributos incidentes sobre as alienações de negócios.

Embora a linguagem econômica tenha consagrado o uso da expressão “fusões e aquisições” para se referir a qualquer tipo de contrato associativo entre empresas, do ponto de vista técnico jurídico essas operações podem ser estruturadas de três maneiras diferentes: (a) pela transformação societária, por meio de fusão, cisão ou incorporação, (b) compra de estabelecimento ou de ativos da sociedade alvo ou (c) compra e venda de ações de sociedade alvo, com ou sem cotação em bolsa.

Na doutrina desenvolvida em Portugal e Espanha, a operação de alienação de sociedade mercantil gira em torno da distinção teórica fundamental entre duas modalidades de negócios: a transmissão denominada de direta, a exemplo da alienação do estabelecimento comercial ou de ativos da sociedade alvo, e a transmissão indireta, decorrente da compra e venda de participações societárias.

O *trespasse*, modalidade típica de transmissão direta, regulado nos artigos 1.142 a 1.149 do Código Civil, não tem sido utilizado nas operações de fusões e aquisições no Brasil porque implica em tributação mais onerosa, com a incidência de Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ), em alíquota de aproximadamente 25%, Contribuição sobre o Lucro Líquido de 9%, mais PIS e COFINS sobre a receita bruta na venda de ativo circulante e incidência de ICMS e IPI na alienação de ativo por ativo (do circulante), bem como incidência de ITBI, Imposto de Transmissão de Bens Imóveis, se houver transferência de bens desta natureza.

As operações de fusão e incorporação propriamente ditas, reguladas pelos artigos 223 a 234 da Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/1976), também são pouco utilizadas devido, por um lado, a questões fiscais, como, por exemplo, a proibição da sucessora de compensar prejuízos fiscais da sucedida, como dispõe o artigo 33 do Decreto-Lei 2.341/87, e, por outro, devido às grandes dificuldades jurídicas, práticas e burocráticas para liquidar as sociedades fundidas ou a incorporada e para transferir todas suas relações jurídicas para a nova sociedade, das mais diversas naturezas, o que nem sempre é viável ou possível de se realizar sem prejuízos.

Daí porque os agentes econômicos têm escolhido a transferência de participações acionárias de pessoa físicas, modalidade de venda indireta, como forma hegemônica de operacionalização de fusões e aquisições no Brasil. Sob o aspecto tributário, se as participações pertencerem a pessoa jurídica, normalmente elas são desincorporadas para as pessoas físicas dos sócios para que incida apenas o Imposto de Renda Pessoa Física, na alíquota de 15%, conforme dispõe o artigo 142 do Regulamento do Imposto de Renda (Decreto nº 3000/1999). Sob o aspecto do direito material, a escolha implica na economia com a complexa, burocrática e custosa transferência das relações jurídicas (em contratos de diversas naturezas) da sociedade alienada, que permanecem inalteradas.

No entanto, o direito brasileiro, para regular a cessão de participações sociais, dispõe apenas do regime jurídico geral do contrato de compra e venda, previsto nos artigos 481 a 504 do Código Civil, de forte inspiração romana e que cogita especialmente de bens corpóreos móveis e imóveis. Na seção da compra e venda do Código Civil encontram-se, por exemplo, regulamentação sobre sua natureza obrigacional e não real, seu momento de formação, regras de fixação do preço, atribuição de responsabilidade pelo pagamento das despesas incorridas, atribuição dos riscos de perecimento, lugar do cumprimento, nulidades, distinção e efeitos da venda *ad corpus* ou *ad mensuram*.

Porém, nada é dito ou regulado a respeito da validade, eficácia ou atribuição de riscos de questões recorrentes nos contratos de cessão de participações sociais como, exemplificativamente, as cláusulas: (i) *material adverse change* (MAC), que permite o comprador desistir do negócio na hipótese de estresse nos mercados, (ii) *earn-out*, de vinculação de parte do pagamento do preço à determinada rentabilidade futura da sociedade, (iii) *escrow account*, objeto deste breve estudo e que estabelece o depósito de parte do preço em conta vinculada para garantia de passivos futuros, (iv) opções de compra e venda de participações sociais da sociedade adquirente ou de suas coligadas, (v) *representations and warranties*, declarações e garantias especialmente do cedente ou vendedor, (vi) a bipartição

do momento da formação do contrato em dois momentos: *signing* e *closing*, dentre várias outras cláusulas que lhe são peculiares.

Em matéria de regulamentação legal, no Brasil, portanto, apenas os dispositivos mais gerais da compra e venda, da parte geral da disciplina contratual e dos negócios jurídicos e as cláusulas gerais da boa-fé e da função social dos contratos poderão balizar as expectativas e os interesses dos agentes econômicos na formatação dos contratos ou socorrer o aplicador do direito na resolução de possíveis conflitos que lhes possam advir.

Esse panorama de insuficiência normativa em matéria de fusões e aquisições, num sentido bem lato, é relatado em artigos científicos de vários países tributários da *Civil Law*, como, por exemplo, Itália, Espanha, Alemanha e Portugal.

É em razão dessa lacuna que as cláusulas acima referidas, dentre várias outras de inequívoco acento anglo-saxão, constituem hoje vocábulos que entraram definitivamente no jargão jurídico da negociação de sociedades empresárias, chegando a se ouvir quem fale em verdadeira americanização do direito de compra e venda de empresa (ANTUNES, 2007, p. 60).

Numa abordagem teórica de direito comparado, distinguem-se os modelos sintético e analítico de contratos. Especialmente difundido nos países da *Civil Law*, o modelo sintético é tipicamente adotado na compra e venda ou no trespasse de estabelecimento comercial, cuja regulamentação legal é minimalista, limitada a definir as prestações e as obrigações de cada um dos contratantes. Por sua vez, o modelo negocial analítico tem características maximalistas e é largamente adotado nos países da *Common Law*.

Neste último, a autonomia privada assume papel de protagonismo e o processo de transmissão da empresa é objeto de extensa, complexa e pormenorizada regulação contratual, com longa listagem de declarações, estipulação de obrigações de fazer e não fazer, dentre outras inúmeras disposições e contratações paralelas, que abrangem um largo espectro das diversas disciplinas jurídicas.

As operações de fusões e aquisições são compostas de três etapas essenciais. A primeira fase, preliminar, precede o contrato de cessão de participações societárias, de natureza predominante informativa, chamada de *due diligence*, a qual visa traçar um panorama do estado técnico, jurídico, patrimonial e financeiro da empresa negociada, de modo a permitir a formação da vontade negocial. O fechamento do contrato empresarial moderno é precedido de uma série de comportamentos materiais das partes, com a elaboração de instrumentos preliminares de relativa complexidade, pactos paralelos com terceiros,

diligências, expectativas, numa dinâmica que dilui o momento exato da convergência entre a oferta e a aceitação.

Essa realidade negocial, de ampla repercussão na disciplina jurídica, no entanto, não foi reconhecida pelo Código Civil de 2002, que seguiu a linha tradicional da teoria da declaração de vontade, em dissonância, por exemplo, com o *Codice Civile* italiano, que reconhece a existência de contrato antes no comportamento dos agentes do que num momento de ideal de convergência de declarações de vontades.

Nessa primeira fase vários acordos paralelos são celebrados, como o contrato de confidencialidade, que veda o uso de informações empresariais e econômicas para outro fim que não o de avaliar a empresa para futura aquisição, simultaneamente à autorização de início de *due diligence*, sendo importante prever também a proibição do vendedor de conduzir negociações paralelas com terceiros durante certo período de tempo.

Originada no mercado de valores mobiliários norte americano na década de 30, atualmente a *due diligence* é procedimento aplicável em todas as operações fusões e aquisições, privadas ou públicas. É com base nela que o comprador tomará a decisão de concluir o negócio e as condições em que pretende fazê-lo. O objetivo da *due diligence* é identificar possíveis contingências que podem afetar a sociedade depois do fechamento do negócio e, dentro de níveis razoáveis de investigação e avaliação, permitir ao comprador uma tomada de decisão de investimento informada.

A carta de intenções, igualmente sem regulamentação específica no Brasil, normalmente entendida apenas como simples formalização da intenção de compra para reduzir ambiguidades e estabelecer as linhas gerais do contrato principal, não cria vínculos obrigacionais ou gera responsabilidade civil contratual, segundo a praxis atual, embora ela possa trazer cláusulas de efeito vinculante no que tange tipicamente às disposições de exclusividade, normalmente presente no documento.

Num segundo momento, concretiza-se a fase obrigacional propriamente dita, com a celebração do acordo negocial de transmissão da sociedade ou de cessão de participações sociais. Como dito acima, o contrato normalmente estabelece: (i) condições suspensivas para o fechamento da operação como, por exemplo, aprovação de órgãos reguladores, BACEN, CADE, (ii) obrigações de fazer ou não fazer (*covenants*), como regras sobre a condução dos negócios no período intermédio entre a assinatura e o fechamento, (iii) exaustivo e detalhado rol de declarações do vendedor (*representations and warranties*) sobre a real situação jurídica, econômica e financeira das participações sociais (objeto direto) e da sociedade empresária

(objeto indireto), (iv) indenizações por violação de obrigações, passivos ocultos e conhecidos, dentre outros.

Por fim, há a fase executória, que se inicia depois de constatado o cumprimento de todas as condições suspensivas e obtidas as aprovações necessárias, documentada no instrumento fechamento (*closing document*) e realizada pelo pagamento do preço e pela assinatura dos documentos de transferência de ativos.

É nesta fase da negociação que o *escrow* é amplamente utilizado, sem, no entanto, gozar de regulamentação no nosso ordenamento jurídico como de resto acontece com os demais atos da operação de fusão e aquisição. Os acordos negociais de transmissão de sociedades têm conferido especial atenção a este negócio de garantia, identificado provisoriamente como um contrato de depósito fiduciário, destinado a assegurar a fidedignidade e o cumprimento do objeto do contrato de compra e venda de participações societárias, que se concretiza na fase final ou executória, na qual há transferência efetiva da propriedade dos diversos elementos da empresa, mediante o pagamento do preço, com a reserva de parte dele, normalmente confiada a instituição financeira independente.

A doutrina europeia de origem no *Civil Law* compartilha das mesmas perplexidades no que tange à falta de regulamentação legal específica do tema e tem definido o *escrow* como contrato trilateral com funções de garantia, em que as partes de um negócio jurídico acordam confiar a guarda de bens em garantia a um terceiro, que, obedecendo às instruções dos contraentes e as vicissitudes ulteriores do negócio subjacente, proceda à restituição dos bens ao depositante ou à sua entrega ao beneficiário do depósito, o que será aprofundado no capítulo seguinte deste breve estudo.

É possível aplicar aqui a constatação feita na Espanha de que neste ambiente de fusões e aquisições os contratos que circulam nos escritórios de advocacia daqui não passam de cópia mimética de formulários elaborados por advogados britânicos ou norte-americanos, sem que jamais sua validade e eficácia tenham sido contrastadas com o direito interno. É exíguo o estudo e quase inexistente jurisprudência sobre seu valor jurídico no direito nacional, se é útil, se é realizável diante de nosso sistema adepto à *Civil Law* ou se apenas remete o intérprete e o aplicador do direito a conceitos vazios na tradição nacional (POMBO e ARJONA, 2001, p. 38).

2. CONTRATO DE DEPÓSITO *ESCROW*

2.1. Noções de *Escrow*. Elementos e Definição

Em sentido amplo, o vocábulo *escrow* significa depósito com função de garantia. Em sentido estrito, o termo denota o documento escrito, confidencial, eventualmente selado, que prova a existência de obrigações entre duas ou mais pessoas, confiado em garantia a um terceiro, que se compromete a restituí-lo ao depositante ou a entregá-lo ao beneficiário, em função da verificação ou não de condição pré-determinada (ANTUNES, 2007, p. 162).

Dai é possível extrair-se que o *escrow* é um contrato necessariamente ligado a uma relação jurídica principal, baseado na fidúcia que as partes assentam em terceiro a quem se confiará o bem, cuja função consiste na garantia de cumprimento de obrigações, assegurando-se ao beneficiário do depósito que, demonstrado seu *status* de credor, poderá facilmente realizar seu crédito.

Dentre seus elementos essenciais, no que tange às partes, a doutrina portuguesa aponta o *escrow* como um contrato trilateral, subscrito por duas partes contratantes em negócio jurídico coligado, em razão do qual se realiza o depósito, e um ente fiduciário, o depositário *escrow*, que acompanhará a execução do contrato principal e a que se confia a guarda dos bens dados em sua garantia (ANTUNES, 2007, p. 165).

Diferentemente de outras formas de garantias oriundas do direito anglo-saxão, a exemplo dos *trusts*, a princípio, o depositante não transfere o domínio do bem depositado *in escrow*, mantendo-se como legítimo proprietário enquanto não verificada condição que obrigue sua alienação ao beneficiário do depósito.

O depositário *escrow*, independente e imparcial, por sua vez, recebe o bem dado em garantia, obrigando-se perante os sujeitos do contrato principal a guardar, eventualmente administrar e a dar-lhe a destinação acordada.

Com efeito, a falta de autonomia do depositário é um traço característico do *escrow*, que o obriga a seguir as instruções e a dar ao bem o destino prévio e consensualmente definido pelas partes, a depender da verificação ou não de vicissitudes ulteriores do negócio, sob pena de responder pelos danos decorrentes de seu inadimplemento.

No *escrow*, portanto, antecipadamente “se determina de modo minucioso em el contrato que el depósito deberá ser restituído a comprador o vendedor, em función del cumplimiento de ciertos plazos y condiciones, a través de los cuales se expresa si la contingencia negativa ha tenido o no lugar³” (PERERA, 2001, p. 232-233).

Nesse sentido pondera João Tiago Morais Antunes:

³ Em tradução livre: se determina de modo minucioso no contrato que o depósito deverá ser restituído ao comprador ou ao vendedor, em função do cumprimento de certos prazos e condições, através dos quais se expressa se a contingencia negativa se operou ou não.

Esta tese funda-se na ideia (correcta) segundo a qual o “escrow holder” é uma parte absolutamente neutra e independente que representa (sem qualquer interesse próprio) ambas as partes, por um lado e, por outro, que na execução do contrato se limita a acatar as instruções que lhe foram previamente dadas por estas. Nestes termos, não deverá ser responsabilizado por eventuais decisões que venha a tomar quanto à entrega dos bens a uma das partes se essa sua decisão se basear única e exclusivamente no teor do contrato (ANTUNES, 2007, p. 168).

Embora incomum na prática negocial, é possível atribuir-se ao depositário ou *escrow holder* poderes para aferir-se a verificação das contingências do contrato a que se sujeita a definição do credor do depósito - se o bem será restituído ao depositante ou entregue ao beneficiário, caso em que desempenhará função análoga a de juiz ou árbitro.

Neste caso, emerge a questão da responsabilidade do depositário decorrente da deliberação sobre a verificação ou não da condição acordada, que pode ser contornada, segundo Antunes, com a previsão de cláusula que exonere o depositário de responsabilidades pela decisão assumida, desde que baseada no conteúdo do contrato, “como se estivessemos perante uma decisão de um árbitro ou juiz a quem não se podem ser assacadas responsabilidades pelo mérito das suas decisões” ou pela possibilidade de se socorrer-se da arbitragem para solucionar dúvida sobre a execução do contrato não esclarecida pelas partes (ANTUNES, 2007, p. 167-168).

Compartilhando o entendimento, Angel Carrasco Perera salienta a importância da inclusão de cláusula de irresponsabilidade do depositário que cumprindo com os termos do contrato paga aquele que se resulta credor em razão do implemento das condições contratuais (PERERA, 2001, p. 236).

Outro ponto atinente ao *escrow holder* consiste na impossibilidade de exercício qualquer direito sobre o bem, notadamente o direito de retenção sobre a coisa pelo pagamento de remuneração eventualmente devida pelas partes.

Ainda compõe o contrato o eventual beneficiário dos bens depositados, que confere o carácter trilateral ao *escrow*. O beneficiário se associa ao contrato para verificar se o destino do bem dado em garantia pelo depositante ao *escrow holder* está sendo cumprido e sua participação se justifica pela existência de um negócio jurídico conexo ao depósito de que é titular como credor eventual.

A qualidade de credor do beneficiário é dita eventual, porque depende de vicissitudes subsequentes do negócio subjacente (futuras e incertas) a que estão condicionadas a produção de seus efeitos e que determinarão o legitimado a exigir a entrega do bem ao depositário:

A qualidade de credor do beneficiário do depósito é, conforme sublinhado, meramente eventual. Com efeito, o seu direito de crédito (caucionado com o depósito) está dependente das vicissitudes ocorridas ao nível do contrato conexo ao depósito *escrow*, nomeadamente do preenchimento da condição (suspensiva) a que as partes subordinaram a produção da totalidade ou parte dos efeitos do referido contato. Neste caso, a atribuição ao beneficiário do depósito do direito a exigir a entrega dos bens depositados está dependente, apenas e só, da verificação do evento condicionante que poderá desencadear a produção dos efeitos do negócio jurídico celebrado (ANTUNES, 2007, p. 170).

A eventualidade do *status* de credor e, via de consequência, da titularidade do direito de exigir a entrega do bem depositado, é, portanto, traço essencial do contrato *escrow*, “pues la garantía definitiva para cada uno de ellos es que el crédito contra el depositario sólo nace si se realiza la contingencia que aparece como presupuesto de este derecho, y que, por definición, tendrá lugar cuando el derecho de la otra parte este satisfecho o no haya cuestiones pendientes entre ellos⁴” (PERERA, 2001, p. 234-235).

A ausência desse caráter de eventualidade descaracterizará o *escrow* como tal, como no caso em que a condição de credor se subordina a evento futuro e certo, v.g., a morte do depositante, em que o beneficiário nada faz além de aguardar o implemento do termo.

Diante de uma relação jurídica complexa é possível que uma parte ocupe mais de um papel no âmbito do contrato *escrow*, ocasião em que o depositante poderá ser concomitantemente beneficiário do bem *in escrow*.

Tal situação poderá ocorrer quando o negócio jurídico subjacente envolva direitos e obrigações recíprocos, ambos caucionados. João Tiago Morais Antunes exemplifica com o caso de uma operação de compra e venda de participação social, condicionada à liberação dos ônus incidentes sobre as cotas sociais, em que se convencie que o preço a ser pago pelo comprador é o mesmo da indenização devida pelos vendedores culpados pela não efetivação da venda (ANTUNES, 2007, p. 171-172). Depositados *in escrow* ambos os preços, as partes serão ao mesmo tempo depositantes e eventuais beneficiárias dos fundos depositados.

O *escrow* tem como objeto bens móveis entregues no momento da celebração do negócio, que o qualifica como espécie de contrato real, sobre o qual incide a liberdade de forma da declaração de vontade (art. 107, CC).

Analizados seus elementos essenciais, podemos definir o contrato *escrow* como o acordo em que as partes de um contrato sinalagmático confiam a um terceiro a guarda de bens

⁴ Em tradução livre: a garantia definitiva para cada um deles é que o crédito contra o depositário só nasce se se realiza a contingencia que aparece como pressuposto do direito, e que, por definição, terá lugar quando o direito da outra parte estiver satisfeito ou não haja questões pendentes entre eles.

móveis, instruindo-lhe conjuntamente sobre sua destinação - restituição ao depositante ou entrega ao beneficiário do depósito, a depender das vicissitudes ulteriores do negócio jurídico.

2.2. Natureza Jurídica do *Escrow*

O contrato de depósito evoluiu de sua função inicial de satisfazer uma necessidade prática de custódia e conservação de uma determinada coisa no interesse de outrem para ser aproveitado para a finalidade de garantia, como é o caso de depósito com função de garantia, quando adquire natureza acessória ao contrato principal, cujo cumprimento visa assegurar.

O contrato com função de garantia *escrow* tem suas raízes na antiga prática negocial do direito anglo-saxônico, sobretudo nos Estados Unidos, consistente na entrega de bens de valor elevado em garantia do cumprimento de obrigações à terceiro, que se compromete a guardá-los até que se verifiquem ou não determinadas condições.

De acordo com a doutrina e jurisprudência norte-americanas o *escrow* se aproxima do instituto da *agency*, contrato pelo qual uma pessoa (denominado principal) outorga a outra (o *agent*) poderes para agir em seu nome, encarregando-o da prática de atos constitutivos, modificativos e extintivos de direito, que tem como características essenciais a relação consensual e fiduciária e a atribuição de poder-dever, assemelhando-se ao contrato de mandato brasileiro e ao de representação do direito português.

O caso *Cavallini V. Galassi*, decidido em 1937 pela *Corte di Cassazione*, analisou pela primeira vez a repartição do risco do inadimplemento da obrigação assumida pelo depositário e assumiu contornos de *leading case* na discussão sobre a natureza jurídica do depósito com função de garantia.

Resumidamente, a controvérsia girou em torno de compra e venda de imóvel pertencente a um menor, cujos efeitos ficaram suspensos até a obtenção de autorização judicial que validasse a venda. Para garantir o negócio, as partes acordaram o depósito do preço pelo comprador a um terceiro, que o entregaria ao vendedor, se autorizada a venda, ou o restituiria ao comprador. No entanto, obtida a autorização judicial, o depositário não entregou o preço aos vendedores.

A Suprema Corte italiana decidiu que embora o comprador não tivesse o dever de pagar os vendedores, uma vez que não era culpado pelo desaparecimento do preço depositado, não tinham também o direito de exigir a transferência do domínio, porque enquanto proprietários da coisa depositada deveriam suportar os riscos da atuação desleal do depositário.

Independentemente da justiça da decisão, a intensa discussão doutrinária acerca do caso motivou a consagração do depósito com função de garantia no Código Civil italiano de 1942, em seu artigo 1.773, que dispõe: “Se la cosa è stata depositata anche nell’interesse di un terzo e questi ha comunicato al depositante e al depositario la sua adesione, il depositario non può liberarsi restituendo la cosa al depositante senza il consenso del terzo”⁵.

No direito português, o artigo 1193º do Código Civil dispõe: “Se a coisa foi depositada também no interesse de terceiro e este comunicou ao depositário a sua adesão, o depositário não pode exonerar-se restituindo a coisa ao depositante sem consentimento do terceiro”.

Nos códigos civis espanhol, francês e alemão, esta figura não se encontra prevista, apresentando-se como contrato atípico.

No direito brasileiro, o art. 632 do Código Civil de 2002 prescreve “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”.

Na Espanha, o contrato com função de garantia está tipificado no Direito Navarro, Lei 552: “Depósito em interés de tercero. En el depósito hecho en interés de tercero que ha notificado al depositante y al depositario su aceptación, el depositario no podrá devolver la cosa al depositante sin el consentimiento del tercero interesado. En este contrato se estará a lo establecido para la estipulación a favor de tercero en la ley 523”⁶.

Pode-se dizer que, a rigor, os dispositivos do Código Civil italiano, brasileiro e português, bem como o *depósito no interesse de terceiro* do Direito Navarro espanhol consagram uma espécie particular de depósito em que o direito do depositante de reaver a coisa está condicionado ao consentimento do terceiro beneficiário.

No entanto, a doutrina distingue duas principais espécies de depósito com funções de garantia: (i) o depósito no interesse de terceiro (que é regulado pelo direito brasileiro e pelos outros ordenamentos acima indicados), e (ii) o depósito em favor de sujeito alternativamente determinado (suspensivamente condicionado quanto à pessoa legitimamente autorizada a exigir a entrega da coisa). Este último, sem regramento legal (ANTUNES, 2005, p. 71).

⁵ Em tradução livre: Se a coisa é depositada também no interesse de um terceiro que comunicou ao depositante e ao depositário sua anuência, o depositário não poderá liberar-se restituindo a coisa ao depositante sem o consentimento do terceiro.

⁶ Em tradução livre: Depósito no interesse de terceiro. No depósito feito no interesse de terceiro de notificou o depositante e o depositário de sua aceitação, o depositário não poderá restituir a coisa ao depositante sem o consentimento do terceiro interessado. Aplicam-se a este contrato as disposições da estipulação em favor de terceiro da lei 523.

Cotejando a doutrina italiana e portuguesa, pode-se afirmar que o artigo 632 do Código Civil de 2002 e os demais dispositivos da legislação estrangeira de redação muito similar à nacional, acima referidos, caracterizam um *depósito no interesse de terceiro* (ANTUNES, 2007, p. 76).

O artigo 632, no entanto, não se aplica aos casos em que o depositante age como mandatário do terceiro ou o interesse deste (terceiro) seja meramente de fato. Também não se aplicaria na hipótese em que o depósito pudesse ser feito no interesse *exclusivo* do terceiro, porque isso contrariaria a própria essência do mandato, uma vez que este é conceituado como negócio constituído no interesse exclusivo ou predominante do depositante.

A situação hipotética prevista no dispositivo seria a seguinte: porque incerta a existência de determinada obrigação do depositante perante o terceiro, por iniciativa do depositante ou em decorrência de acordo prévio, o depositante entrega a coisa para o depositário que só poderá restituí-la (ao depositante) se verificada alternativamente um dos seguintes eventos: (i) consentimento expresso do terceiro ou (ii) constatação da inexistência da obrigação garantida.

A função de garantia deste depósito residiria no fato de que se o depositante (eventual devedor da obrigação principal) praticasse algum ato de disposição para fraudar interesse do credor/terceiro, a transferência da posse ou a tradição da coisa não seria possível devido à existência do depósito e à posse do depositário.

Disso se conclui que os artigos 1.193 do Código Civil português, 1.173 do *Codice* italiano e 632 do Código Civil brasileiro não cuidam de regular o *depósito em favor de sujeito alternativamente determinado*, segunda espécie de contrato de depósito com função de garantia.

Esta figura abrange todos os casos em que não sendo certo que uma determinada coisa deva ser entregue a um terceiro, as partes ajustam que o eventual devedor a entregue para guarda e conservação a pessoa de recíproca confiança (depositário), a quem serão informadas as condições que determinarão a entrega da coisa ao terceiro (eventual credor) ou ao depositante (eventual devedor), conforme se realizem ou não os fatos que determinam a individualização do sujeito a quem a coisa deverá ser entregue.

A função de garantia desta espécie de contrato reside no fato de que o terceiro tem mais confiança no adimplemento do depositário, normalmente um Banco de primeira linha, de liquidez indiscutível, do que na pessoa de seu devedor: o depositante. Há, na verdade, a substituição da pessoa do devedor.

Por outro lado, o depósito em dinheiro, caracteriza depósito irregular, entendido como aquele que recai sobre coisas não individuadas, fungíveis e consumíveis, em que não é possível a devolução da própria coisa depositada, mas outra do mesmo gênero, quantidade e qualidade, razão pela qual desvirtua a natureza do contrato, alterando-lhe a causa, aplicando-se as regras concernentes ao mútuo.

O depósito irregular não se confunde totalmente com o mútuo, porque preserva para o depositante a faculdade de exigir a restituição do equivalente à coisa fungível depositada. Dai porque muitos entendem que “o depósito irregular não é mútuo nem depósito propriamente dito, mas negócio especial” (GOMES, 1999, p. 342).

Em conclusão, entende-se que o *escrow* é um depósito irregular, inominado e atípico, com função de garantia, em favor de sujeito alternativamente determinado, não contemplado pelo artigo 632 do Código Civil.

2.3. *Escrow* na Compra e Venda de Participações Societárias

Uma das aplicações práticas mais frequentes do contrato *escrow* encontra-se nas operações comerciais de transmissão indireta de participações societárias, notadamente nos países da *Common Law*, posteriormente adotada também pelos países da *Civil Law*, onde se tornou habitual a utilização do depósito fiduciário *escrow* com o intuito de garantir o cumprimento das obrigações acordadas na negociação empresarial.

Nessas operações mercantis parte do preço devido pelo comprador é depositada *in escrow*, convencionando-se que somente será entregue ao vendedor se verificado o caráter completo, total e verdadeiro das informações prestadas durante a fase preliminar de negociação da empresa e que influenciaram a decisão de contratar (ANTUNES, 2007, p. 192).

O depósito *escrow* consistirá em garantia para o comprador que poderá se ressarcir dos eventuais prejuízos decorrentes da inexatidão das manifestações e garantias prestadas pelo vendedor, como aduz José Maria Álvarez Arjona:

Para asegurarse el comprador de que, en el caso de que aparezcan inexactitudes en las manifestaciones y garantías, podrá resarcirse del daño que se le cause, buscará bien una retención del precio, bien un depósito del mismo o bien una fianza de tercero que normalmente se traduce en un aval a primera demanda emitido por una entidad de crédito. Este tipo de cláusula es más habitual cuando menos solvente y fiable es la empresa vendedora, y en algunos casos, prácticamente imprescindible, principalmente cuando hablamos de compañías con una multiplicidad de accionistas personas físicas (ARJONA, 2007, p. 53).

Tais manifestações se referem, sobretudo, à situação econômico-financeira da empresa, ao patrimônio social, ao número de empregados, ao passivo fiscal e trabalhista, dentre outros aspectos determinantes para a contratação e a definição do preço da operação.

O depósito *escrow* servirá de garantia ao comprador, que poderá exigir a restituição de parte ou da totalidade do preço, a título de indenização, em razão de contingências previstas no contrato que venham a ocorrer durante lapso de tempo convencionado pelas partes.

A restituição do preço depositado *in escrow* poderá depender, ainda, do cumprimento de obrigação acessória. Nesse sentido, podemos citar a prática contratual belga, em que o comprador da sociedade assume perante o vendedor a obrigação de manter um percentual de postos de trabalho durante determinado período, confiando a guarda de parte do preço das ações para garantir o nível de emprego acordado ao depositário *escrow*, que se compromete a restituir o preço ao comprador, caso cumprida a promessa, ou a entregá-lo aos empregados demitidos, a título de indenização.

3. AÇÃO DE DEPÓSITO E ESCROW

A precisa delimitação da natureza jurídica desta espécie de negócio terá repercussão direta na definição e na avaliação da adequação dos instrumentos processuais disponíveis na hipótese de inadimplemento ou de quebra de qualquer das partes. A concepção moderna da inafastabilidade do Poder Judiciário, prevista no artigo 5º, inciso XXXV, da Constituição Federal não se resume a assegurar ao jurisdicionado o livre acesso ao processo, à justiça gratuita ou o aconselhamento judicial.

Numa perspectiva de máxima eficácia das normas constitucionais, a mencionada garantia deve orientar as políticas de governo, o Judiciário e os demais personagens do processo, e o pesquisador, a encontrar mecanismos, técnicas ou ferramentas que possibilitem ao jurisdicionado usufruir da prestação tal como ela teria sido se tivesse havido o cumprimento voluntário da obrigação.

A doutrina e as hipóteses de tutelas jurisdicionais diferenciadas bem ilustram essa nova perspectiva do direito processual civil moderno e seu rompimento com a antiga visão voltada quase exclusivamente para um processo dogmático, distanciado das expectativas e da riquíssima variedade de pretensões oriundas da vida social, pouco adaptável à ordinarização do processo civil que orientou o legislador e parte da doutrina num passado não muito remoto.

Diante dessas questões, o desafio consiste em encontrar soluções, tais como: identificar as regras do contrato típico de depósito que podem ser aplicadas subsidiariamente para preencher as lacunas legais na execução do contrato *escrow*

A determinação da natureza jurídica do contrato de depósito fiduciário *escrow*, adotado do modelo norte-americano para a garantia das operações de fusão e aquisição de sociedades mercantis, uma vez que não existe regulamentação jurídico-legal da matéria, reflete nas questões atinentes ao Acesso à Justiça, especialmente no que tange à definição e na ponderação sobre a aplicabilidade dos instrumentos processuais disponíveis nas hipóteses de inadimplemento contratual.

A visão do processo como instrumento ético para a realização da justiça ou instrumento de acesso à ordem jurídica justa, evidenciada por um sistema jurídico igualitário que não apenas proclame, mas garanta o direito de todos e que não se limita ao simples ingresso em juízo (Cappelletti, 1998, p. 30), porque seu conceito compreende a atividade jurídica como um todo, abrangendo a criação de normas jurídicas, sua interpretação, integração e aplicação justa (Watanabe, 1988, p. 11).

Uma vez reconhecida a natureza jurídica do *escrow* como depósito irregular (coisa fungível), com escopo de garantia, na modalidade *depósito em favor de sujeito alternativamente determinado*, cumpre, inicialmente verificar se a ação de depósito, prevista nos artigos 901 a 906 do Código de Processo Civil pode servir de instrumento aos interessados.

A fungibilidade da coisa, típica do *escrow*, segundo doutrina majoritária, impede a utilização da ação de depósito, porque embora a lei não proíba o depósito de coisas fungíveis, nestes casos o que desnatura o contrato é a outorga ao depositário do poder de usar e consumir a coisa confiada à sua guarda, desaparecendo a obrigação de restituir a própria coisa depositada, para assumir apenas o dever de repor o seu equivalente qualitativo e quantitativo.

Daí é possível concluir-se que desaparece o suporte autorizador para a ação de depósito, que tem por objetivo apenas e tão somente a restituição da coisa depositada (THEODORO, 1998, p. 59).

Nesse sentido, Alexandre Câmara salienta que falta interesse de agir ao depositante que ajuíza ação de depósito para obter a restituição de coisa fungível:

Ora, sendo a ação de depósito dirigida à obtenção da restituição da coisa depositada, apenas no depósito regular, em que o depositário está obrigado a entregar a coisa cuja guarda lhe foi confiada, será adequada a utilização da ação de depósito. Faltarão, pois, interesse de agir (por falta de interesse-

adequação) àquele que ajuizar ação de depósito para obter a restituição pelo depositário, de coisas fungíveis. Adequado será, nesta hipótese, ajuizar ação de cobrança, já que o depósito irregular é regido pelas mesmas regras do contrato de mútuo (CÂMARA, 2004, p. 336).

De outro norte, Ovídio A. Baptista da Silva admite a adoção da ação de depósito pelo depositante de coisa fungível, ressaltando que a execução da sentença no depósito irregular far-se-á segundo as disposições pertinentes às execuções que tenham por objeto coisas de gênero (fungíveis), pois a sentença obtida pelo depositante de coisas fungíveis tem por objeto coisas que, em razão da fungibilidade, integram o patrimônio do depositário, enquanto no depósito de coisas infungíveis o depositante buscar recuperar o que lhe pertence (SILVA, 2000, p. 257).

Por outro lado, a possibilidade de que terceiro diverso do depositante seja considerado credor da relação jurídica base e titular do direito de exigir a entrega da coisa depositada, a depender das vicissitudes subsequentes do negócio subjacente, também constitui óbice para a adoção da ação de depósito.

Com efeito, o procedimento especial da ação de depósito nos moldes descritos no artigo 901 do Código de Processo Civil “refere-se apenas à pretensão do depositante de lhe ser restituída a coisa depositada” (THEODORO, 1998, p. 56).

CONCLUSÃO

O objetivo deste breve estudo foi demonstrar que a prática dos negócios de fusões e aquisições de sociedades empresárias têm utilizado institutos e conceitos jurídicos anglo-saxões, a exemplo do que ocorre nos países da família do Civil Law. Nestes negócios, têm sido reiterada a utilização de garantia denominada escrow. Com base em doutrina estrangeira, propôs-se que o escrow seja entendido como um depósito, inominado e atípico, com função de garantia, em favor de sujeito alternativamente determinado, figura não contemplada pelo artigo 632 do Código Civil. A fungibilidade da coisa depositada e a possibilidade de se atribuir a terceiro a titularidade do direito de exigir a entrega da coisa contraria impede a utilização da ação de depósito, disciplinada nos artigos 901 a 906 do Código de Processo Civil. Espera-se que este trabalho, de modestas ambições, possa incentivar o aprofundamento do estudo do instituto e a proposição de alternativas para a realização dos respectivos direitos subjetivos no âmbito do judiciário.

REFERÊNCIAS

- ANTUNES, João Tiago Morais. *Do contrato de depósito escrow*. Coimbra: Almedina, 2007.
- ANTUNES, José Engrácia. A transmissão da empresa e seu regime jurídico. *Revista da Faculdade de Direito - UFPR*, Curitiba, n. 48, p. 39-85, 2008.
- ARJONA, José M^a Álvarez (Coord.); PERERA, Ángel Carrasco (Coord.). *Régimen jurídico de las adquisiciones de empresas*. Elcano: Aranzadi, 2001.
- BAINBRIDGE, Stephen M. *Mergers and Acquisitions*. 2 ed. New York: Foundation Press, 2009.
- BRANCO, Adriano Castello; MUNIZ, Ian. *Fusões e aquisições*. Aspectos fiscais e societários. São Paulo: Quartier Latin, 2007.
- CÂMARA, Alexandre Freitas. *Lições de direito processual civil*. Volume IV, 5. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2004.
- CÂMARA, Paulo. *Aquisição de empresas*. Coimbra: Coimbra Editora, 2011.
- CAPPELLETTI, Mauro; GARTH, Bryant. *Acesso à justiça*. Porto Alegre: Sergio Fabris, 1998.
- CARNEY, William J. *Mergers and Acquisitions*. New York: Aspen Publishers, 2009.
- CEBRIÁ, Luis Hernando. *El contrato de compraventa de empresa*. Extensión de su régimen jurídico a las cesiones de control y a las modificaciones estructurales de sociedades. Valencia: Tirant Lo Blanch, 2005.
- COLE, Brett. *M & A titans*. The pioneers who shaped wall street's mergers and acquisitions industry. Hoboken: John Wiley & Sons, 2008.
- GOMES, Orlando. *Contratos*. 18. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1999.
- LAMY FILHO, Alfredo (Coord.); PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das companhias*. Volume I. Rio de Janeiro: Forense, 2009.
- _____. *Direito das companhias*. Volume II. Rio de Janeiro: Forense, 2009.
- MILLER JR., Edwin L. *Mergers and acquisitions*. A step-by-step legal and practical guide. Hoboken: John Wiley & Sons, 2008.
- OSÓRIO, José Diogo Horta. *Da tomada do controlo de sociedades (takeovers) por leveraged buy-out e sua harmonização com o direito português*. Coimbra: Almedina, 2001.
- PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. *Alienação do poder de controle acionário*. São Paulo: Saraiva, 1995.
- PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Instituições de direito civil*. Volume III, 10. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002.
- ROCHA, Dinir Salvador Rios da (Coord.); Quattrini, Larrisa Teixeira (Coord.). *Fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence*. São Paulo: Saraiva, 2012.
- SHERMAN, Andrew J. *Mergers & acquisitions*. 3 ed. New York: Amacom, 2010.
- SILVA, Ovídio A. Baptista. *Curso de processo civil*. Volume 2, 4. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000.
- THEODORO JUNIOR, Humberto. *Curso de direito processual civil*. Volume III. 17. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1998.
- WATANABE, Kazuo. Acesso à justiça e sociedade moderna. In GRINOVER, Ada Pellegrini (Coord.); DINAMARCO, Cândido Rangel (Coord.); WATANABE, Kazuo (Coord.). *Participação e processo*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985.

CADASTRE-SE

FALE CONOSCO



Sexta-feira, 20 de setembro de 2019

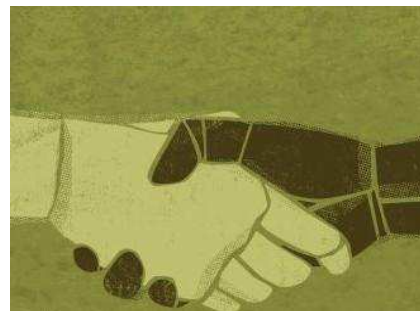
O papel da escrow account nas fusões e aquisições

José Ricardo de Bastos Martins e Rafael Villac Vicente de Carvalho

O mecanismo traz maior segurança jurídica para as partes, pois minimiza os riscos de que o comprador, ou mesmo a empresa-alvo, venham a responder por passivos oriundos de fatos anteriores ao fechamento do negócio.

sexta-feira, 30 de março de 2012

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



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

As partes normalmente negociam que a conta-garantia existirá pelo maior período de prescrição aplicável aos passivos que foram levantados durante a realização da auditoria na empresa-alvo. O contrato principal da operação disporá acerca do mecanismo que será utilizado para movimentação dos recursos depositados na conta-garantia, o qual é suplementado pelas previsões de um contrato específico com a instituição financeira na qual os recursos ficarão depositados (*escrow agreement*).

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

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

O mecanismo de escrow traz maior segurança jurídica para as partes nas operações de fusão e aquisição, pois minimiza os riscos de que o comprador (ou mesmo a empresa-alvo) venha a responder por passivos oriundos de fatos anteriores ao fechamento. Um mecanismo de escrow bem definido e com regras claras incentiva a realização de operações desta natureza, tornando os ativos mais atraentes para aquisição, já que o comprador minimiza sua exposição a passivos pré-fechamento.

*José Ricardo de Bastos Martins e Rafael Villac Vicente de Carvalho, são, respectivamente, sócio e advogado sênior da área societária do escritório **Peixoto E Cury Advogados**



DIRETO DO CARF

Carf analisa a tributação pelo IRPF das quantias recebidas em *escrow account*

24 de julho de 2019, 8h00

Por Alexandre Evaristo Pinto

Nesta semana, trataremos da tributação pelo Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF) sobre os ganhos de capital decorrentes de quantias recebidas em contas de *escrow account*.

O *escrow account* decorre de uma prática comercial com origem em países de *common law*, pela qual um comprador, enquanto devedor de um preço, deposita o montante devido perante um terceiro, isto é, um depositário *escrow* (por exemplo, instituição financeira), determinando contratualmente as hipóteses em que a quantia depositada (ou parte dela) deverá ser entregue ao vendedor ou restituída ao comprador[1].



O uso de *escrow account*, por meio de contratos de depósito em conta garantia (também denominados depósitos bancários fiduciários caucionados), é frequente nos contratos de compra e venda de participações societárias, sobretudo em situações em que há uma grande quantidade de vendedores ou quando o risco de crédito é alto[2].

Ademais, tais contratos são bastante utilizados em situações nas quais o comprador tenta se precaver da materialização de eventuais contingências da sociedade adquirida, estabelecendo contratualmente que o montante a elas relativo não será entregue ao vendedor, mas restituída ao comprador para que este adimple tais obrigações.

Como consequência da utilização do *escrow account*, resta saber como se dá a tributação do IRPF para o vendedor no que toca à parcela do preço depositada em garantia.

Os ganhos de capital integram o rendimento da pessoa física, sendo passíveis de tributação pelo IRPF nos termos do artigo 3º, parágrafo 2º, da Lei 7.713/88[3].

No que tange ao momento sobre o qual o Imposto de Renda é devido, cumpre ressaltar que o artigo 43 do Código Tributário Nacional estabelece que seu fato gerador é a

aquisição da disponibilidade econômica ou jurídica de renda ou proventos de qualquer natureza[4].

Todavia, no caso do IRPF, o artigo 2º da Lei 7.713/88 determina ainda que ele será devido à medida em que os rendimentos e ganhos de capital forem percebidos, o que indicaria que a tributação da pessoa física segue o regime de caixa[5].

Nessa linha, o artigo 21 da Lei 7.713/88 prevê que, nas alienações a prazo, o ganho de capital será tributado à medida do recebimento das parcelas[6], disposição que é seguida no artigo 31 da Instrução Normativa SRF 84/01[7].

Diferente é a situação em que os valores são recebidos pelo vendedor a título de reajuste, hipótese na qual o artigo 19, parágrafo 1º, da Instrução Normativa SRF 84/01 dispõe que eles não compõem o valor da alienação e devem ser tributados como juros, à medida de seu recebimento, na fonte ou mediante o recolhimento mensal obrigatório[8].

Como exemplo de valores a título de reajuste, a norma se refere a juros e a reajuste de parcelas. Vale notar que a tributação de tal reajuste acaba sendo de acordo com a tabela progressiva do IRPF, cuja alíquota máxima é de 27,5%.

Assim, de acordo inclusive com entendimento manifestado pela Receita Federal nas Perguntas e Resposta do IRPF, a tributação dependerá da predeterminação ou não do preço no momento da alienação da participação societária[9].

Desse modo, segundo o referido entendimento, a identificação ou não do preço da operação no momento da alienação será determinante para definir a forma de tributação pelo IRPF. A título de exemplo, a tributação do reajuste do preço se dá mediante recolhimento mensal obrigatório no caso em que a determinação do valor das prestações e do preço depende do faturamento futuro da empresa adquirida, ou seja, quando é feito o uso da cláusula de *earn out*, pela qual o preço será aumentado na medida do melhor desempenho da “empresa” vendida.

Por sua vez, quando a cláusula variável do preço de venda de uma “empresa” dispuser que o vendedor fará jus à parcela do preço previamente depositada em uma *escrow account* a partir do cumprimento de determinadas condições, a tributação de tal montante será feita na sistemática do ganho de capital.

O momento de tributação do ganho de capital de parcela do preço de venda depositada em *escrow account* já foi objeto inclusive da Solução de Consulta 58/2013 do Cosit, na qual se estabeleceu que o IRPF somente incide quando ocorrer a efetiva disponibilidade econômica ou jurídica destes para o alienante, após realizadas as condições a que estiver subordinado o negócio jurídico[10].

O tema da tributação pelo IRPF dos montantes depositados em *escrow account* já foi analisado em alguns acórdãos do Carf.

No Acórdão 2202-002.859[11], foi negado, por unanimidade de votos, provimento ao recurso de ofício para confirmar o entendimento da DRJ no sentido de que o tratamento tributário a ser dispensado ao *escrow account* é aquele do ganho de capital das alienações a prazo, de forma que somente incidirá o IRPF quando ocorrer a efetiva disponibilidade econômica ou jurídica destes para o alienante, após realizadas as condições a que estiver subordinado o negócio jurídico.

Na mesma linha, no Acórdão 2301-005.377[12], entendeu-se, por unanimidade de votos, que os valores decorrentes da alienação de bens e direitos depositados em *escrow account* serão tributados quando ocorrer a efetiva aquisição da disponibilidade econômica ou jurídica pelo alienante, após realizadas as condições a que estiver subordinado o negócio jurídico. Todavia, no caso concreto, identificou-se que as autoridades fiscais já haviam segregado os montantes recebidos a título de preço predeterminado e de juros, de forma que os montantes de juros foram tributados como reajustes do preço segundo o regime do recolhimento mensal obrigatório nos termos do artigo 31 da Instrução Normativa SRF 84/01.

No Acórdão 2402-006.601[13], entendeu-se, por voto de qualidade, que os montantes recebidos após o cumprimento do *escrow account* são tributados na sistemática do ganho de capital, bem como que houve comprovação, no caso concreto, de aquisição de disponibilidade econômica das parcelas entregues ao alienante e remanescentes do contrato de *escrow account*, de modo que não há que se falar em vício material do lançamento.

No Acórdão 2301-005.754[14], entendeu-se, por unanimidade de votos, que os valores depositados em *escrow account*, destinados a cobrir garantias estabelecidas em contrato de compra e venda, não integram o ganho de capital da pessoa física, enquanto não cumpridas as condições contratuais com o consequente recebimento de tais valores pelo alienante.

Nos acórdãos 2402-006.869[15] e 2402-006.870[16], entendeu-se, por maioria de votos, que a parcela do valor da operação de alienação de participação societária auferida a título de *escrow account* será tributada na sistemática do ganho de capital, mas tão somente na medida em que houver a aquisição da disponibilidade da renda pelo alienante.

Diante do exposto, verifica-se que os precedentes do Carf têm sido no sentido de que as quantias depositadas em *escrow account* serão tributadas segundo o regime do ganho de capital, no entanto, tal tributação somente se torna possível com a aquisição de disponibilidade econômica ou jurídica pelo vendedor, o que se dá, no caso da pessoa física, quando do recebimento pelo alienante dos montantes depositados após o cumprimento de todas as condições pactuadas contratualmente.

**Este texto não reflete a posição institucional do Carf, mas, sim, uma análise dos seus precedentes publicados no site do órgão, em estudo descritivo, de caráter informativo, promovido pelos seus colonistas.*

[1] ANTUNES, João Tiago Morais. *Do Contrato de Depósito Escrow*. Coimbra: Almedina, 2007. pp. 192-193.

[2] BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*. São Paulo: Quartier Latin: 2018. pp. 235-236.

[3] Lei 7.713/88: “Art. 3º O imposto incidirá sobre o rendimento bruto, sem qualquer dedução, ressalvado o disposto nos arts. 9º a 14 desta Lei. (...)”

§ 2º Integrará o rendimento bruto, como ganho de capital, o resultado da soma dos ganhos auferidos no mês, decorrentes de alienação de bens ou direitos de qualquer natureza, considerando-se como ganho a diferença positiva entre o valor de transmissão do bem ou direito e o respectivo custo de aquisição corrigido monetariamente, observado o disposto nos arts. 15 a 22 desta Lei.

§ 3º Na apuração do ganho de capital serão consideradas as operações que importem alienação, a qualquer título, de bens ou direitos ou cessão ou promessa de cessão de direitos à sua aquisição, tais como as realizadas por compra e venda, permuta, adjudicação, desapropriação, dação em pagamento, doação, procuração em causa própria, promessa de compra e venda, cessão de direitos ou promessa de cessão de direitos e contratos afins”.

[4] Código Tributário Nacional: “Art. 43. O imposto, de competência da União, sobre a renda e proventos de qualquer natureza tem como fato gerador a aquisição da disponibilidade econômica ou jurídica:

I - de renda, assim entendido o produto do capital, do trabalho ou da combinação de ambos;

II - de proventos de qualquer natureza, assim entendidos os acréscimos patrimoniais não compreendidos no inciso anterior”.

[5] Lei 7.713/88: “Art. 2º O imposto de renda das pessoas físicas será devido, mensalmente, à medida em que os rendimentos e ganhos de capital forem percebidos”.

[6] Lei 7.713/88: “Art. 21. Nas alienações a prazo, o ganho de capital será tributado na proporção das parcelas recebidas em cada mês, considerando-se a respectiva atualização monetária, se houver”.

[7] Instrução Normativa SRF 84/01: “Art. 31. Nas alienações a prazo, o ganho de capital é apurado como se a venda fosse efetuada à vista e o imposto é pago periodicamente, na proporção da parcela do preço recebida, até o último dia útil do mês subsequente ao do recebimento.

Parágrafo único. O imposto devido, relativo a cada parcela recebida, é apurado aplicando-se:

I - o percentual resultante da relação entre o ganho de capital total e valor total da alienação sobre o valor da parcela recebida;

II - a alíquota de quinze por cento sobre o valor apurado na forma do inciso I”.

[8] Instrução Normativa SRF 84/01: “Art. 19 . Considera-se valor de alienação: (...)”

§ 3º Os valores recebidos a título de reajuste, no caso de pagamento parcelado, qualquer que seja sua designação, a exemplo de juros e reajuste de parcelas, não compõem o valor de alienação, devendo ser tributados à medida de seu recebimento, na fonte ou mediante o recolhimento mensal obrigatório (Carnê-Leão), quando a alienação for para pessoa jurídica ou para pessoa física, respectivamente, e na

Declaração de Ajuste Anual”.

[9] Perguntas e Respostas – IRPF 2019: “567 - Como devem ser tributados os resultados obtidos em alienações de participações societárias quando o preço não pode ser predeterminado?

Quando não houver valor determinado, por impossibilidade absoluta de quantificá-lo de imediato (ex.: a determinação do valor das prestações e do preço depende do faturamento futuro da empresa adquirida, no curso do período do pagamento das parcelas contratadas), o ganho de capital deve ser tributado na medida em que o preço for determinado e as parcelas forem pagas.

Não obstante ser indeterminado o preço de alienação, toma-se como data de alienação a da concretização da operação ou a data em que foi cumprida a cláusula preestabelecida nos atos contratados sob condição suspensiva.

Contudo, alerte-se que o tratamento descrito deve ser comprovado pelas partes contratantes sempre que a autoridade lançadora assim o determinar.

(PMF nº 454, de 1977; PMF nº 227, de 1980)”.

[10] Solução de Consulta 58/2013 do Cosit: “ASSUNTO: IMPOSTO SOBRE A RENDA DE PESSOA FÍSICA - IRPF

Ganho de capital. “Escrow account”. Tributação.

Somente haverá a incidência do Imposto de Renda sobre o ganho de capital, decorrente da alienação de bens e direitos, no tocante a rendimentos depositados em “escrow account” (conta-garantia), quando ocorrer a efetiva disponibilidade econômica ou jurídica destes para o alienante, após realizadas as condições a que estiver subordinado o negócio jurídico.

Dispositivos Legais: Lei nº 5.172, de 1966 (CTN), arts. 43 e 114 a 117; Lei nº 10.406, de 2002 (Código Civil), arts. 121, 125 e 126; Decreto nº 3.000, de 1999 (RIR/1999), arts. 117, § 2º; 123, § 6º, e 140, § 1º; Instrução Normativa SRF nº 84, de 2001, arts. 19, § 3º, e 31”.

[11] Julgado em 5/11/2014. Conselheiro relator Marco Aurélio de Oliveira Barbosa.

[12] Julgado em 3/7/2018. Conselheiro relator Alexandre Evaristo Pinto e conselheiro redator designado João Mauricio Vital.

[13] Julgado em 13/9/2018. Conselheiro relator Luís Henrique Dias Lima.

[14] Julgado em 8/11/2018. Conselheiro relator Antonio Sávio Nastureles.

[15] Julgado em 16/1/2019. Conselheiro relator Mauricio Nogueira Righetti e conselheiro redator designado João Victor Ribeiro Aldinucci.

[16] Julgado em 16/1/2019. Conselheiro relator Mauricio Nogueira Righetti e conselheiro redator designado João Victor Ribeiro Aldinucci.

Alexandre Evaristo Pinto é conselheiro titular da 2ª Seção do Carf, doutorando em Direito Econômico, Financeiro e Tributário pela Universidade de São Paulo (USP), mestre em Direito Comercial pela USP e bacharel em Direito pelo Mackenzie e em Contabilidade pela USP. Professor do Instituto Brasileiro de Direito Tributário (IBDT) e coordenador do MBA IFRS da Fipecafi.

Revista **Consultor Jurídico**, 24 de julho de 2019, 8h00

COSIT divulga importante Solução de Consulta sobre o ágio na aquisição de investimentos e seus efeitos fiscais na apuração do IRPJ e da CSL - Bruno Fajersztajn - Paulo Coviello Filho

No dia 3.2.2015, foi publicada no Diário Oficial da União a Solução de Consulta n. 3, de 22.1.2016, por meio da qual a Coordenação-Geral de Tributação (COSIT) manifestou seu entendimento a respeito de algumas questões relativas à apuração de ágio na aquisição de investimento (participações societárias permanentes).

A manifestação é oportuna, pois esclarece diversas questões que têm sido objeto de debate na doutrina e na jurisprudência, tomando mais clara a posição do fisco a propósito dos temas analisados, o que pode trazer maior segurança às relações entre a Administração Tributária e os contribuintes.

Sabe-se que existe por parte do fisco uma grande desconfiança em relação aos ágios e, nos últimos anos, a maior parte das operações que redundam em amortizações fiscais acabam sendo glosadas, por fundamentos diversos. O que se tem notado, ultimamente, é a criação de verdadeiras teses jurídicas por parte da fiscalização, apenas como o objetivo de glosar as amortizações.

A manifestação clara do fisco a respeito desses temas é medida que prestigia a transparência nas relações entre Estado e particulares, além de uniformizar o entendimento do fisco no âmbito da Receita Federal do Brasil.

Ainda inicialmente, é importante consignar que a Solução de Consulta trata da formação do ágio, por ocasião da aquisição de um investimento, não tendo se pronunciado a respeito dos atos que, nos termos dos art. 7º e 8º da Lei n. 9532/97, implicaram a sua amortização para fins fiscais [1]. Até mesmo porque não houve questionamento específico do contribuinte a esse respeito na consulta.

Segundo relatório da Solução de Consulta, a consulente, pessoa jurídica de direito privado organizada sob a forma de sociedade por responsabilidade limitada, adquiriu pessoa jurídica atuante em ramo de atividade similar, no ano de 2011. Nessa aquisição, conforme relatado, foi apurado ágio decorrente da diferença entre o valor pago e o patrimônio líquido da adquirida.

Conforme relata a Solução de Consulta, o contrato firmado entre as partes estipulou um "Preço Inicial", relativo ao valor previamente combinado. Após ajustes preliminares, esse preço foi elevado ("Preço Ajustado"), e, posteriormente, foi definido o "Preço Final". No entanto, mesmo após a definição do "Preço Final", as partes ajustaram hipóteses em que o preço seria impactado, inclusive com a possibilidade de os compradores reaverem parte do preço pago, em decorrência de eventos incertos e futuros. Relata, ainda, que parcela do preço estipulado foi depositada em conta garantia (comumente chamada de Escrow Account), a qual é utilizada para garantir eventuais contingências relativas à pessoa jurídica adquirida, sendo que os valores são liberados aos vendedores no decorrer do tempo caso não se materializem as mencionadas contingências.

Sobre o valor do ágio, a consulente informou que foram realizadas duas alocações de ágio distintas, uma para fins fiscais e outra para fins contábeis. Adiante, informou que *"o ágio decorrente da mais-valia de ativos, apurado com base em valores de mercado, e o decorrente da rentabilidade futura, apurado com base no método do fluxo de caixa descontado, estão respaldados por laudos emitidos por terceiros"* e que *"a contabilização dos respectivos intangíveis foi feita exclusivamente para fins contábeis e pela própria empresa"*.

Destacou que o patrimônio da incorporada sofreu reduções devido a eventos ocorridos em momento anterior à compra das quotas sociais da adquirida, mas somente contabilizados após a assinatura do contrato. Por fim, relatou que também em 2011 a consulente incorporou a adquirida, passando a amortizar fiscalmente o ágio apurado na aquisição, nos termos do art. 7º da Lei n. 9532, de 10.12.1997.

Diante desse contexto, a consulente fez uma série de indagações, relativas (i) à definição do custo de aquisição e a interferência de ajustes contratuais posteriores, (ii) ao patrimônio líquido a ser considerado para apuração do ágio, (iii) à liberdade na escolha da fundamentação do ágio, dentro das alíneas do parágrafo 2º do art. 20 do Decreto-Lei n. 1598, de 26.12.1977, (iv) à aplicabilidade das novas regras introduzidas pela Medida Provisória n. 627/13, posteriormente convertida na Lei n. 12973, de 13.5.2014 ao caso, e (v) à aplicabilidade das normas atinentes ao IRPJ previstas no Decreto-Lei n. 1598 e na Lei n. 9532 à CSL. Também foram feitos questionamentos de ordem contábil, como, por exemplo, a diferença entre o critério fiscal e o critério contábil para alocação do preço pago previsto no Pronunciamento n. 15 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis.

Após relatar a situação fática, a Solução de Consulta inicia a resposta com uma ressalva sobre os fatos em questão. Nas palavras da Solução de Consulta, esse pronunciamento *"não se presta a verificar a exatidão dos fatos apresentados pelo interessado, uma vez que se limita a apresentar a interpretação da legislação tributária conferida a tais fatos, partindo da premissa de que há conformidade entre os fatos narrados e a realidade factual. Nesse sentido, não convalida nem invalida quaisquer informações, interpretações, ações ou classificações fiscais procedidas pela Consulente e não gera qualquer*

efeito caso se constate, a qualquer tempo, que não foram descritos adequadamente os fatos aos quais, em tese, aplica-se a Solução de Consulta." Essa ressalva tem o intuito de resguardar futuros procedimentos de fiscalização lavrados em face da consulente.

Feita essa ressalva, a decisão destacou a ineficácia da consulta no que se refere aos questionamentos estritamente contábeis feitos pela consulente, nos termos do art. 18, inciso XIV, da Instrução Normativa RFB n. 1396, de 17.9.2013.

Ainda sobre a contabilidade, a Solução de Consulta reafirmou o Parecer Normativo CST n. 347, de 8.10.1970, o qual estabelece que a técnica contábil utilizada pelo contribuinte é de sua livre escolha, desde que o critério por ele adotado seja válido e não afete o cálculo do lucro, em prejuízo do Fisco.

Também inicialmente e respondendo ao item (iv) acima, a Solução de Consulta afastou a aplicabilidade das regras previstas na Medida Provisória n. 627, convertida na Lei n. 12973, ao caso, tendo em vista que a aquisição do investimento, assim como a incorporação que deu azo à amortização do ágio, ocorreram ainda em 2011, o que faz com base no art. 65 da Lei n. 12973. Ainda sobre as normas aplicáveis, consignou que, no momento da aquisição, a consulente estava obrigada ao Regime Tributário de Transição (RTT), de forma que são aplicáveis ao caso as regras contidas no Decreto-Lei n. 1598 e na Lei n. 9532, devendo os ajustes ser efetuados por meio do Controle Fiscal de Transição (FCONT).

Quanto ao item (i) acima, relacionado ao custo de aquisição das participações societárias, a Solução de Consulta reconheceu que **"Não é obrigatório o descaixe direto de recursos financeiros pelo investidor. Com efeito, a aquisição acionária pode ser feita através de outras formas de integralização, como o oferecimento de bens ou ações, a assunção de passivos e emissão e entrega de instrumentos de capital ou o conjunto combinado de mais de um dos tipos de contraprestação. Entretanto, deve haver efetiva contribuição do investidor em qualquer espécie de bem suscetível de avaliação em dinheiro, já que só pode haver o registro do valor pago na escrituração contábil se houver segurança em sua mensuração."** (destaques aqui opostos)

A observação é especialmente importante por reconhecer expressamente a possibilidade de a aquisição se dar por outras formas, como, por exemplo, a entrega de bens ou ações, desde que seja possível sua avaliação em dinheiro. Essa constatação também é relevante na medida em que é um reconhecimento da própria COSIT de que é possível a apuração de ágio, por exemplo, numa operação de troca ou substituição de ações, casos da permuta ou da incorporação de ações, hipótese que já foi objeto de inúmeras glosas fiscais [2]. A assunção de passivos também foi admitida como forma de sacrifício de recursos para aquisição. A ideia fundamental por trás dessa manifestação consiste no fato de que o ágio é parte do custo de aquisição de um investimento, o que pode ser feito por qualquer modalidade de aquisição em que haja sacrifício patrimonial pela adquirente.

No que concerne ao contrato pactuado entre as partes, que estipulava um preço e algumas variáveis que impactavam diretamente esse preço, a Solução de Consulta concluiu que "o custo de aquisição da participação societária é o valor total efetivamente pago pelo Comprador ao Vendedor", o qual deve considerar todas as possíveis alterações contratualmente estabelecidas, tais como a liberação de valores depositados em contas garantias, a existência de contraprestações contingentes, dentre outros. Pelo relato da consulta, a situação em análise contemplava duas variáveis de preço: valores depositados em conta garantia e a possibilidade de devolução de valores pelos vendedores aos compradores em razão de eventos futuros.

Quanto ao valor depositado em conta garantia, a decisão afirmou que esse só pode ser considerado parte do preço de aquisição quando efetivamente liberado (disponibilizado) ao vendedor. Tal conclusão está de acordo com a conclusão proferida no acórdão n. 2201-002.657, de 22.1.2015, do CARF.

Essa decisão do CARF analisou autuação de IRPF que visava tributar o ganho de capital supostamente auferido na alienação de bem sobre valor depositado em conta garantia, que não foi liberado ao vendedor do bem. Naquela decisão, o CARF reconheceu que esses valores só poderiam ser considerados como ganho de capital se efetivamente fossem liberados ao vendedor, o que não teria ocorrido no caso. O entendimento está de acordo também com o disposto nos art. 116, inciso II, e 117, do Código Tributário Nacional, segundo os quais o fato gerador ocorre quando a situação jurídica está definitivamente constituída, o que ocorre com o implemento da condição suspensiva.

Quanto à eventual devolução de parte do preço pelos vendedores em razão de eventos futuros, relativamente a que a consulente defendeu a natureza indenizatória, que não impactaria o preço combinado, a Solução de Consulta afirmou que esses valores devem ser analisados no bojo do contrato de compra e venda, impactando, portanto, o preço final de aquisição.

Em suma, portanto, a decisão é no sentido de que havendo ajustes posteriores no preço, esses ajustes devem impactar o custo de aquisição definido, seja para aumentá-lo seja para diminuí-lo, devendo impactar, conseqüentemente, o ágio apurado.

Sobre a alteração do ágio em razão de eventos futuros, vale ressaltar que a Solução de Consulta não se manifestou acerca do possível descompasso entre o valor das quotas de amortização realizadas anteriormente e posteriormente ao evento que altera o valor do custo, contudo, tendo em vista tratar-se de fato novo, tais alterações só poderão impactar as amortizações futuras.

Ainda sobre os valores depositados na conta garantia, a decisão afirma que a remuneração desses valores não interfere no preço pago pela participação societária, caracterizando-se como receita financeira do titular da conta ou do beneficiário desses rendimentos (o titular, normalmente, é o vendedor, mas a remuneração pode ser de titularidade do comprador, hipótese em que este deverá oferecê-la à tributação).

Sobre o item (ii), referente ao patrimônio líquido a ser considerado para fins de definição do valor do ágio apurado na operação, consignou-se que deve ser considerado o patrimônio líquido conhecido pelas partes, existente à época dos fatos, independentemente dos ajustes realizados posteriormente serem referentes a fatos anteriores à aquisição. Sobre esses ajustes, a decisão os classificou como perdas em investimento avaliado pela equivalência patrimonial, a qual deve ser adicionada ao lucro líquido, para fins de apuração do lucro real, nos termos do art. 389, do Decreto n. 3000, de 26.3.1999, e da base de cálculo da CSL, nos termos do art. 38 da Instrução Normativa SRF n. 390, de 30.1.2004.

No tocante à liberdade do adquirente em indicar a fundamentação do ágio, item (iii) acima, a decisão reconheceu que a legislação aplicável aos fatos não determinava uma ordem a ser seguida dentre os fundamentos legais previstos nas alíneas do parágrafo 2º do art. 20 do Decreto-Lei n. 1598, mas consignou que a determinação do fundamento está relacionada à demonstração desse fundamento, nos termos da legislação. Vale registrar que existem algumas atuações que defenderam a existência dessa ordem na legislação fiscal.

Ainda nesse ponto, a decisão, pautando-se nas lições de Ricardo Mariz de Oliveira, Luís Eduardo Schoueri e Heleno Taveira Torres, fez importantes observações sobre a diferença entre os fundamentos previstos na legislação em análise, quais sejam, a mais valia de ativos, a expectativa de rentabilidade futura e o fundo de comércio.

Também sobre a fundamentação do ágio, a Solução de Consulta rechaça a linha de raciocínio levantada pela consultante no sentido de que, caso a fundamentação econômica do ágio seja em razão de intangíveis de titularidade da investida, o tratamento fiscal do ágio deva ser aquele previsto no inciso I do parágrafo 3º do art. 1º da Instrução Normativa SRF n. 11, de 10.2.1999, o qual determina que se o ágio for fundamentado no valor de mercado de bens ou direitos do ativo da investida, após a incorporação ele integrará o custo do respectivo bem ou direito, para efeito de apuração de ganho ou perda de capital, bem assim para determinação das quotas de depreciação, amortização ou exaustão. Para tanto, a Solução de Consulta ressalta a existência de norma expressa para essa hipótese, qual seja, o art. 7º, inciso II, da Lei n. 9532, que dispunha que o ágio fundamentado em *"fundo de comércio, intangíveis e outras razões econômicas"* deveria ser registrado *"em contrapartida a conta de ativo permanente, não sujeita a amortização"*.

Finalmente, quanto ao item (v) acima, relativo à aplicabilidade das normas atinentes ao IRPJ previstas no Decreto-Lei n. 1598 e na Lei n. 9532 à CSL, a decisão afirmou que essas regras são aplicáveis em razão das disposições previstas na IN SRF n. 390. Ainda destacou que a Lei n. 12973 possui disposição expressa determinando a aplicação das regras relativas ao tratamento fiscal do ágio apurado na aquisição de participação societária para a CSL.

Quanto a este aspecto, é importante ressaltar que existe corrente divergente relativa à aplicabilidade das regras do IRPJ relativas ao ágio para a CSL. Como exemplo, destacam-se os recentes acórdãos n. 1301-001.893, de 20.1.2016 e 1201-001.237, de 9.12.2015 do CARF, os quais afirmaram não existir previsão legal para adição à base de cálculo da CSL da amortização do ágio pago na aquisição de investimento avaliado pela equivalência patrimonial, reconhecendo, implicitamente, que as normas aplicáveis para o IRPJ (no caso especificamente, tratava-se do art. 25 do Decreto-Lei n. 1598) não são aplicáveis para a CSL.

A decisão em comento deve ser avaliada com cautela, pois o tema comporta inúmeras variáveis, a depender das circunstâncias de cada caso concreto. Ainda assim, trata-se de um importante pronunciamento a ser considerado pelos contribuintes para o direcionamento de sua conduta, notadamente quanto à valoração do ágio apurado quando o preço pago sofre impactos relativos a fatos futuros e incertos.

Cabe ainda consignar que, nas matérias analisadas, a manifestação do fisco parece [3] de acordo com a legislação, tendo sido aplicados corretamente os preceitos legais e as manifestações doutrinárias a respeito do tema. Cabe também o registro de que a decisão é rica em fundamentação jurídica, merecendo ser aplaudida.

Como comentado inicialmente, manifestações dessa natureza, em temas controvertidos como os que envolvem amortização de ágio, são muito bem vindas. Muitas das atuações hoje em debate na jurisprudência poderiam ter sido evitadas caso outras soluções de consulta tivessem sido publicadas em relação ao tema.

[1] Essa observação é importante tendo em vista que a Solução de Consulta não se manifestou sobre questões como a transferência de ágio, a qual é objeto de antagônicas posições na jurisprudência administrativa (vide acórdão n. 1201-001.242, de 10.12.2015).

[2] Vale ressaltar que o CARF, recentemente, reconheceu expressamente a possibilidade de apuração de ágio na operação de incorporação de ações (acórdão n. 1301-001.852, de 9.12.2015).

[3] Importa ressaltar que a análise da situação fática está limitada ao relato da Solução de Consulta, de forma que é possível que os autores concluíssem de outra maneira diante da análise completa da situação fática. Além disso, também deve ser ressaltado que cada caso deve ser analisado individualmente, posto que em cada caso há obrigações contratuais

diferentes.

NOTA

Elaborado por:

Bruno Fajersztajn

Mestrando em Direito Tributário pela USP. Advogado.

E-mail: bf@marizsiqueira.com.br

Paulo Coviello Filho

Advogado, graduado em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie e graduando em Ciências

Contábeis pela Universidade Presbiteriana Mackenzie.

Email: pcf@marizsiqueira.com.br

NÃO SÃO TRIBUTADOS OS VALORES DEPOSITADOS EM “ESCROW ACCOUNT” – SOLUÇÃO DE CONSULTA DA RECEITA 58/2013

Publicado há 3 anos atrás, em 13/04/2016 | [6 Comentários](#)

Ler depois Favorito



Quando uma sociedade pretende adquirir outra por fusão ou aquisição, inicia-se um processo de investigação e auditoria (*due diligence*) para identificar passivos que possam influenciar o negócio.

Este procedimento analisa contingências que possam vir a impactar a formação de preço, relacionadas à parte financeira, contábil, fiscal, societária, trabalhista, ambiental, bem como à propriedade intelectual e tecnológica, conferindo aos investidores garantia mínima na transação evitando que sejam surpreendidos com passivos ocultos.

Para minorar os riscos, os passivos identificados são provisionados numa conta-garantia – “*escrow account*”, com a devida inserção de uma cláusula contratual estipulando que uma parte do pagamento ficará retida por certo período, geralmente o período necessário para que ocorra a prescrição.

A retenção visa assegurar eventuais passivos que possam surgir depois de concretizado o negócio. Após o transcurso do prazo avençado no contrato, os valores depositados que não foram utilizados serão levantados pelo vendedor.

Pois bem, instada para se manifestar sobre a tributação dos valores depositados em conta-garantia, a Receita Federal decidiu na solução de consulta nº 58, de 27/08/2013, DISIT 4, que “*somente haverá a incidência do Imposto de Renda sobre o ganho de capital, decorrente da alienação de bens e direitos, no tocante a rendimentos depositados em “escrow account” (conta-garantia), quando ocorrer a efetiva*

disponibilidade econômica ou jurídica destes para o alienante, após realizadas as condições a que estiver subordinado o negócio jurídico”.

Este é o melhor entendimento, pois impede que ocorra tributação indevida, no caso dos valores depositados acabarem sendo utilizados para fazer frente a eventuais passivos, sem que o vendedor tenha a possibilidade de reavê-los.

6 Comentários

1. **Lucas Dollodisse**:

2 de outubro de 2013 às 19:19

Amal, concordo que é o melhor entendimento. Contudo, vale lembrar que a resposta da RFB à consulta trata especificamente do IRPF. Creio que a resposta seria outra no caso de consultante pessoa jurídica, concorda?

Abs., e parabéns pelos valiosos artigos!

1. **amalnasrallah**disse:

2 de outubro de 2013 às 22:38

Lucas

A solução de consulta é para pessoa física. Contudo, é um importante precedente para pessoa jurídica que adota o regime de competência.

E isto porque a consulta deixou claro que o ganho de capital somente seria tributado quando ocorrer a efetiva disponibilidade econômica ou jurídica dos valores para o alienante.

Enquanto o dinheiro está na conta garantia, o vendedor não sabe quanto irá receber, e se irá receber os valores depositados. Ou seja, a “propriedade” não se aperfeiçoa enquanto estiver pendente a condição que depende de um acontecimento futuro (que pode não ocorrer).

Assim a disponibilidade jurídica e econômica, somente ocorre para pessoa jurídica, quando ela passa a ter certeza do valor que irá levantar. Então, estes valores devem ser reconhecidos quando estiver efetivamente assegurada a sua obtenção.

1. **Lucas Dollodisse**:

3 de outubro de 2013 às 12:49

Amal,

Concordo com sua linha de raciocínio, especialmente porque a solução de consulta menciona não apenas disponibilidade econômica, mas também incluiu o termo “ou jurídica”.

Infelizmente, contudo, me parece que a RFB não quis entrar no mérito do “aperfeiçoamento da propriedade” (como você bem colocou), mas apenas reconheceu que a tributação da pessoa física se dá pelo regime de caixa. De qualquer forma, também seria válido para pessoas jurídicas no regime de caixa.

Tentarei ter acesso à íntegra da solução. Se conseguir, compartilho aqui.

Cordialmente,

1. **amalnasrallah**disse:

3 de outubro de 2013 às 12:59

Ok. Seria ótimo.

ab

2. **Marcelo Sampaio Pissetti**disse:

2 de outubro de 2013 às 10:32

Amal, uma pequena dica/sugestão para seu blog: assim como eu, acredito que muitos tem costume de salvar versões pdf ou impressas dos posts, para manter arquivados. No entanto, quando isto é feito no seu blog, sai um erro que formatação que corta parte do texto.

Salvo engano, o wordpress permite inserir link para impressão, que ajusta a formatação e evita estes cortes.

1. **amalnasrallah**disse:

2 de outubro de 2013 às 10:36

Oi Marcelo

Vou me informar e ver se é possível.

(Eu só conheço o básico neste assunto)

Obrigada pela dica

The use of escrow contracts in acquisition agreements*

Sanjai Bhagat
Leeds School of Business
University of Colorado
Boulder, CO 80309-0419
303.492.7821
sanjai.bhagat@colorado.edu

Sandy Klasa
Eller College of Management
University of Arizona
Tucson, AZ 85721
520.621.8761
sklasa@eller.arizona.edu

Lubomir P. Litov
Price College of Business
University of Oklahoma
Norman, OK 73019
405.325.7537
litov@ou.edu

September 2016

Abstract:

A large fraction of acquisition deals for private firm and subsidiary targets include an escrow contract giving the bidder the opportunity to lay claim on escrow account funds if subsequent to the acquisition the seller fails to meet specific acquisition agreement terms. The likelihood of using an escrow contract is higher when buyer or seller transaction risk is larger. Also, the use of escrow contracts (i) helps to reduce bidders' due diligence costs, (ii) enables sellers to obtain a higher sale price, and (iii) raises the extent to which an acquisition leads to an increase in bidder firm shareholder value.

* We thank Tom Bates, Sreedhar Bharath, Robert Bruner, John Campbell, Claudia Custodio, Andra Ghent, Kose John, Shane Johnson, Eric Kelley, Laura Lindsey, David Mauer, Thomas Moeller, Simone Sepe, Rick Sias, An Yan, and seminar participants at the University of Arizona, University of Kansas, University of Oklahoma, Arizona State University, Fordham University, Texas A&M University, Washington University in St. Louis, and J.P. Morgan Chase Escrow Services (New York office) for helpful comments. We also thank Robert Newell from Bryan Cave LLP, Joseph Lehrer from Greensfelder LLP, and Daniel Levin, Kevin Ryan and G. Douglas Weaver from the New York office of J.P. Morgan Chase for comments and insightful suggestions. We thank J.P. Morgan Chase Escrow Services for providing us with proprietary information on the use of escrow contracts in private stand-alone firm and subsidiary target acquisitions. Finally, we thank Douglas Fairhurst, Jason Lunn, Jordan Neyland, and Matthew Serfling for excellent research assistance.

I. Introduction

Most acquisitions made by publicly traded firms consist of acquisitions of unlisted targets, i.e., targets that are stand-alone private firms or subsidiaries of other firms (Fuller, Netter, and Stegemoller (2002) and Netter, Stegemoller, and Wintoki (2011)). However, there is only limited empirical evidence on acquisitions of unlisted targets in prior work, which restricts our understanding of these types of acquisitions, and of mergers and acquisitions in general.¹ In this paper, we study escrow contracts, which are employed in approximately half of acquisitions of unlisted targets, but are not used in acquisitions of publicly traded targets.² When these contracts are used the bidder places 10-15% of the total sale proceeds in an escrow account, and the funds are held in this account for one to two years after the completion of the acquisition. Bidders can lay claim on the funds in the escrow account to cover their losses if the sellers fail to meet specific terms of the acquisition agreement or it is found that negative information about the target was withheld from the bidder prior to the sale. In our tests, we first investigate what determines the use of escrow contracts in private firm and subsidiary acquisitions. Next, we examine if these contracts create real value by allowing buyers and sellers to reduce acquisition-related costs and manage the large transaction risk inherent in private firm and subsidiary acquisitions.

For a sample of 569 acquisitions of stand-alone private firms and 374 subsidiary acquisitions over the 1994-2009 period, we hand-collect data on escrow contracts from bidder firms' 8-K, DEF 14A, 10-Q, and 10-K filings. We find that escrow contracts are employed in 52.1% of the acquisitions of unlisted targets we study. We also document that for the deals with

¹ The existing empirical evidence on acquisitions of unlisted targets shows that when public bidders acquire such targets they tend to earn positive abnormal returns (e.g., Chang (1998), Fuller, Netter, and Stegemoller (2002), Faccio, McConnell, and Stolin (2006), and Cooney, Moeller, and Stegemoller (2009)) and that the use of stock to pay for these acquisitions helps to reduce information asymmetry about the value of the target (Officer, Poulsen, and Stegemoller (2009)). Also, the price paid for unlisted targets is typically lower than that for similar public targets because of the need to compensate bidders for the larger opacity of unlisted targets and because the sellers of unlisted targets are often financially constrained and these deals provide liquidity for the sellers (Officer (2007)).

² When an escrow contract is included in an acquisition agreement all target shareholders need to individually sign a contract with the bank that maintains the escrow account. Hence, escrow contracts are not used in acquisitions of publicly traded firms due to the very large number of shareholders who would need to sign these related contracts.

an escrow contract, on average, 12.2% of the sale proceeds are placed in an escrow account and the funds are held in the escrow account for about 17.4 months.

We investigate whether the likelihood that an escrow contract is employed in the context of an acquisition is greater when it is more important for the bidder to manage acquisition-related transaction risk. We first compare the use of escrow contracts in subsidiary versus private stand-alone firm acquisitions. In the case of subsidiary acquisitions, a bidder would have legal recourse post-deal closure against both the parent firm that sold the subsidiary and the principal shareholders of the parent firm, while for private firm acquisitions the bidder would only have recourse against the principal shareholders of the target. Consequently, we expect that bidder acquisition-related transaction risk is higher in the case of private firm acquisitions than subsidiary acquisitions, and that as a result, escrow contracts are used more often in private firm acquisitions. Our findings are consistent with this prediction. We document that escrow contracts are used in 65% of private firm acquisitions, but that these contracts are used in only 32% of subsidiary acquisitions. Further, in multivariate tests we show that whether an acquisition is a private firm acquisition positively impacts the likelihood that an escrow contract is used.

When the relative size of the target to the bidder is greater it should be more important for the bidder to manage acquisition-related transaction risk. Thus, in these cases the use of an escrow contract should be more prevalent. Supporting this prediction, we find that the relative size of the target to the bidder has a positive effect on the likelihood that an escrow contract is employed in the context of an acquisition.

Because when there is more information asymmetry about the target's value the bidder faces greater transaction risk, in these instances the benefits to using an escrow contract should be larger. We consider five cases in which information asymmetry about a target's value is likely greater. First, we assume there is more information asymmetry about a target's value if it operates in an industry with higher earnings volatility. Second, we expect that if there are fewer distinct

analysts covering the publicly traded firms in a target's industry this makes it more difficult to value unlisted targets in the industry, which leads to greater information asymmetry about these targets. Third, we consider if the target operates in a different industry than does the bidder, assuming that if so, then information asymmetry problems are larger. Fourth, we look to a target's total accruals, as measured by the difference between its earnings and its free cash flows and follow prior work (e.g., Dechow and Dichev (2002)) that argues that when a firm's total accruals are greater it is more difficult for investors to infer the firm's financial performance and its value from its earnings. Finally, we expect that there is greater information asymmetry about the value of financially distressed targets. Here, we use a target's interest coverage ratio to proxy for if it is likely financially distressed. Consistent with our predictions, we find that whether an escrow contract is used in the context of the acquisition of an unlisted target is positively associated with: (1) earnings volatility in the target's industry, (2) if there is a smaller number of analysts covering the target's industry, (3) if the target operates in a different industry than does the bidder, (4) the target's total accruals, and (5) if a target's interest coverage ratio is low.

We also investigate whether escrow contracts are used to reduce target-side acquisition-related transaction risk. When a target has a dominant shareholder, defined as a shareholder who owns at least 20 percent of the target's shares but not all of its shares, an escrow contract can be particularly useful to manage this shareholder's transaction risk. If such a contract is in place all target shareholders would bear pro rata costs of bidder recourse actions following an acquisition. In contrast, if such a contract is not in place in most cases bidder recourse actions subsequent to an acquisition would result in the target's dominant shareholder being held liable and sued by the bidder.³ Supporting the proposition that an important motive for escrow contracts is that they help reduce the transaction risk of a target's dominant shareholder, we find that the presence of a target

³ In such cases, the dominant shareholder could then try to sue the smaller shareholders to recover some of their share of the sale proceeds. However, given that these recourse lawsuits are costly, the use of an escrow contract would be a more efficient way for the dominant shareholder to manage acquisition-related transaction risk.

dominant shareholder positively impacts the likelihood that an escrow contract is used.

In acquisitions of unlisted targets a bidder's due diligence costs are often large relative to deal value as a result of significant information asymmetry about the target's value. However, because the use of an escrow contract would reduce a bidder's costs if after the acquisition it is found that negative information about the target was withheld from the bidder, the use of such a contract should reduce a bidder's need to incur very high due diligence costs when acquiring an unlisted target. We run tests that provide insights on the extent to which an escrow contract creates real value by lowering a bidder's due diligence costs. To do so, we proxy for these costs with the length of the period between the announcement of a preliminary acquisition agreement and the completion of the deal, assuming that when this period is longer the bidder conducts more due diligence on the target. We focus on the period between these two dates because prior to the signing of the preliminary acquisition agreement the sellers of a target will typically only provide a bidder with a limited amount of information about the target and thus it would not be possible for the bidder to conduct major due diligence on the target. However, after this agreement is signed the sellers are contractually obligated to provide the bidder with broad access to private information about the target, and the bidder can then begin extensive due diligence on the target, such as verifying the accuracy of the target's accounting information, the physical condition of the target's assets, or if the sellers of the target have appropriately represented the target's total liabilities.⁴

We find evidence consistent with the use of an escrow contract leading a bidder to reduce the amount of due diligence it conducts on an unlisted target. Specifically, the use of such a contract is associated with about a 35% decrease in the length of the period between the announcement of a preliminary acquisition agreement and the completion of the deal. Further, this result is robust to accounting for the potential endogeneity of having an escrow contract in place.

⁴ Marquardt and Zur (2014), Amel-Zadeh and Zhang (2014), and Wangerin (2015) also use the length of the period between the announcement of a preliminary acquisition agreement and the completion of the deal as a measure for a bidder's due diligence costs and validate the use of this measure.

Next, we investigate if the use of escrow contracts leads to a creation of real value, which is shared by the buyer and seller parties. As previously discussed, the use of an escrow contract is expected to result in value creation because it ought to reduce a bidder's need to incur large due diligence costs. If the bidder agrees to pass on to the sellers a portion of this created value then we should observe that the use of an escrow contract positively impacts the total amount of the proceeds received by the sellers of an unlisted target, even after accounting for the portion of the funds in the escrow account predicted to be kept by the bidder. Given the evidence in Officer (2007) that in stand-alone private firm and subsidiary acquisitions targets are typically sold at significant discounts relative to the prices paid for comparable public targets, we examine if the use of an escrow contract reduces this price discount. We find that, indeed, the use of an escrow contract lowers the discount in the price paid for an unlisted target and that this result is robust to controlling for the potential endogeneity of having an escrow contract in place. After accounting for potential costs to the sellers if the bidder ends up receiving some of the funds in the escrow account, we estimate that, on average, the use of an escrow contract is associated with a 3.5% increase in the total proceeds received by the sellers of an unlisted target. This effect is more pronounced when the use of an escrow contract is expected to reduce bidder due diligence costs to a larger degree, and thus, the real value created by the use of an escrow contract would be larger. Specifically, the extent to which using an escrow contract reduces the discount in the final price paid for an unlisted target is greater when a target is a private stand-alone firm, the relative size of the target to the bidder is larger, or there is more information asymmetry about the target's value.

Finally, we examine whether the use of an escrow contract in the acquisition of an unlisted target increases the extent to which the acquisition leads to value creation for the bidder. This should be the case if not all of the cost savings for a bidder from using an escrow contract are passed on to the target in the form of a higher acquisition price. We find that bidder acquisition announcement returns are positively associated with the use of an escrow contract, and also show

that this result is robust to accounting for the potential endogeneity of having an escrow contract in place. Further, we document that this effect is more pronounced when the reduction in bidder due diligence costs from using an escrow contract is anticipated to be greater, as proxied for by a target being a stand-alone private firm, a higher value for the relative size of the target to the bidder, or the existence of greater information asymmetry about the value of the target.

Overall, our paper makes several contributions. First, we document that escrow contracts are used in more than 50% of acquisitions of unlisted targets and the results of our tests on the determinants and effects of escrow contracts shed light on how the participants in these transactions solve contracting problems. This is important because although much is known about acquisitions of publicly traded targets, our understanding of the process in private firm and subsidiary acquisitions, which account for the majority of takeover activity, is relatively limited. Second, our findings provide new insights on the determinants of the method of payment used in corporate acquisitions and how it can be a function of buyers and sellers trying to manage acquisition-related transaction risk.⁵ Finally, our paper also contributes to the broader literature on how financial contracts can create real value and resolve problems between contracting parties resulting from information asymmetry and moral hazard (e.g., Myers and Majluf (1984), Grossman and Hart (1986), Hart and Moore (1990), and Kaplan and Stromberg (2003)).

The remainder of the paper is organized as follows. Section II reports institutional details on the use of escrow contracts in acquisition agreements. Section III discusses our sample and methodological issues, and provides the results of univariate tests. Section IV presents our multivariate results. Finally, Section V concludes.

⁵ An additional benefit to studying escrow contracts is that these contracts are an acquisition-related contracting mechanism that is settled after deal completion. With the exception of papers that study earnout contracts in which earnout payments are used to provide incentives to a target firm's managers to remain with the firm post-acquisition and maximize acquisition related synergies, prior work that studies contracting mechanisms used in mergers and acquisitions, such as Denis and Macias (2013) who examine material adverse change clauses, focuses on mechanisms that are settled prior to deal completion. In Section III of the paper we show that the use of escrow contracts is not correlated with the use of earnout contracts and discuss major differences between the two types of contracts.

II. Institutional Details on the Use of Escrow Contracts in Acquisition Agreements

When an escrow contract is included in an acquisition agreement a percentage of the total sale proceeds is placed in an escrow account, which is held for a negotiated period of time after the acquisition. The funds in the escrow account are used to cover bidder losses resulting from seller breaches of representations and warranties made to the bidder in the acquisition agreement. For instance, if after the completion of an acquisition it is found that the sellers misstated in their representations and warranties the target's earnings before depreciation and amortization, the bidder firm could lay claim to some of the funds in the escrow account. Likewise, a bidder could make a claim on these funds to address purchase price adjustments, if after the acquisition it is determined that the physical condition and value of certain of the target's assets differ from what was represented by the sellers. Another common reason why a bidder might make a claim on escrow account funds is if the target's working capital (i.e., accounts receivable, inventory, and other current assets) was misrepresented by the sellers. Also, if the sellers misstate what are the target's total liabilities, including liabilities such as environmental liabilities, pending litigation, contractual obligations related to collective bargaining agreements, or unpaid taxes due, the bidder could make a claim on some of the escrow account funds.⁶

While negotiating what is the percentage of the sale proceeds placed in the escrow account and how long the funds are kept in the account, the bidder and sellers also decide on an escrow agent and an arbitrator to resolve disputes related to bidder claims on the escrow account funds. The escrow agent is often a division of a bank holding company, such as the escrow services division of J.P. Morgan Chase. The funds placed in the escrow account are held by the escrow agent until the remaining funds are to be disbursed back to the sellers of the target, as stipulated in

⁶ An alternative to using an escrow contract to manage acquisition-related transaction risk is to purchase insurance to manage this risk from an insurance brokerage firm such as Marsh & McLennan Company. However, the costs for a bidder to purchase such insurance are usually considerably higher than would be the costs involved in establishing an escrow contract. Moreover, coverage by such insurance policies is usually very limited in scope when compared to uses of escrow funds as written in the escrow contract.

the escrow contract. In return for being the custodian of the funds, the escrow agent typically receives a fixed fee and earns some interest on the funds with the remainder of the interest earned on the funds going to the sellers of the target.⁷

Even though using an escrow contract can significantly reduce transaction-related litigation after deal completion, disputes may arise as to the use of the escrow account funds. When such disputes occur, parties commonly rely on the provisions of the escrow contract for arbitration. Arbitrators used in conjunction with escrow contracts are typically hired from organizations that specialize in alternative dispute resolution (i.e., alternative to litigation in court). Examples of these organizations include the American Arbitration Association and the Judicial Arbitration and Mediation Services. These organizations typically hire arbitrators who are retired judges, attorneys, or business executives with relevant experience and expertise. In return for their services, arbitrators typically earn a fixed fee and/or a variable fee that is a percentage of the dispute value. Arbitrators' decisions relating to bidder claims on escrow account funds can be binding or non-binding, and that is written up in the escrow contract. In the case of non-binding arbitration, the arbitrator's decision could be challenged in court, which would lead to additional legal costs and to information about the dispute becoming public knowledge. Therefore, using binding arbitration is typically the more efficient and commonly observed approach.⁸

III. Sample, Methodology, and Univariate Results

We compile data for this paper from several sources. Our sample of acquisitions includes transactions that meet the following criteria: (i) the acquisition deal is for an unlisted target (either a stand-alone private firm or a subsidiary of another firm), it is announced and completed over the

⁷ We note that in cases where the method of payment is a combination of cash and bidder stock, cash is placed in the escrow account. However, if the method of payment consists only of bidder stock then the funds placed in the escrow account are in the form of bidder stock and no interest is earned on these funds.

⁸ The bidder and seller could also stipulate in the escrow contract that a mediator will be used to help resolve disputes. However, mediators' suggested solutions to a dispute are non-binding, and as such, in most cases using an arbitrator who makes binding decisions is anticipated to be a more efficient way to resolve escrow contract disputes.

1994-2009 period, and it is included in the Securities Data Corporation (SDC) U.S. Mergers and Acquisitions database, (ii) the acquirer is a public company that is included in the Compustat and CRSP databases, (iii) the size of the deal is at least 25 million dollars (this ensures that the deals we examine are economically important and makes it easier to collect necessary data on escrow contracts from SEC filings), (iv) there is less than 50% pre-acquisition ownership of the target by the bidder and the bidder acquires full ownership of the target post-acquisition, and (v) the target is included in Pratt's Statistics Database (discussed below) enabling us to collect accounting data on the target. Having imposed these requirements, our sample consists of 943 acquisitions.

We use the Pratt's Statistics database, maintained and distributed by the Business Valuation Resources LLC, as our source for accounting data about the targets in our sample. We rely on this database because detailed accounting data for most private stand-alone targets and subsidiary targets is not available from the SDC database. The Pratt's Statistics database provides deal-related information for acquisitions in which publicly traded acquirers purchase private stand-alone companies or subsidiary targets and for which it is possible through 8-K and DEF14A searches to obtain an income statement for the target and to determine the sale date and the selling price.

We hand-collect data on escrow contracts from acquisition or merger agreements contained in bidders' 8-K, DEF 14A, 10-Q, and 10-K filings. Specifically, we first establish whether an escrow contract is used in the context of an acquisition, and if so, we hand-collect information on the amount of funds placed in the escrow account and the length of time the funds are kept in the account. We also hand-collect from these filings data on the use of caps that limit the amount that a bidder could sue the target for and on the ownership structure of the unlisted target.

Tables 1 to 3 provide descriptive statistics for our sample and compare deals with and without escrow contracts. Panel A of Table 1 reports that 491 out of the 943 (52.1%) deals in our sample use an escrow contract. For these deals, on average, 12.2% of the sale proceeds are placed in an escrow account, which represents about \$11.7 million dollars. The average length of time

that the funds are kept in the escrow account is 17.4 months. Panel A of Table 1 also compares escrow contract characteristics in deals for stand-alone private firm targets and subsidiary targets. Although the dollar amount kept in the escrow account and the length of time the funds are kept in the account are similar across the two types of targets, the percentage of the sale proceeds kept in the account is a bit higher in the case of private firm targets. Specifically, the average values for this percentage for private firm and subsidiary targets are, respectively, 13.0% and 8.9%.

Panel A also reports evidence for the deals we study on the discount in the price paid for an unlisted target relative to the prices paid for comparable public targets. To calculate the discount in the price of an unlisted target we use an approach similar to that in Officer (2007). We match each private firm or subsidiary target to a portfolio of comparable acquisitions of publicly traded targets that are identified from the SDC database. The acquisitions of publicly traded targets are permitted to enter multiple portfolios matched to unlisted targets. The comparable acquisitions of publicly traded targets are for targets in the same two-digit SIC code industry as the unlisted target in our sample for which the deal value is within 20% of the deal value of the unlisted target. We also require that the comparable transactions are announced within the 36-month window centered on the announcement of the acquisition of the unlisted target. To calculate the unlisted target discount, we use the deal-value-to-sales multiple. We do not use the deal-value-to-EBITDA multiple because it is negative for 32% of private firm targets and 31% of subsidiary targets in our sample. The discount in the price paid for an unlisted target is calculated as the percent difference between the deal-value-to-sales multiple for the unlisted target and the median deal-value-to-sales multiple for the portfolio of comparable public target acquisitions. Thus, the price discount is a negative number if the deal-value-to-sales multiple for the unlisted target is less than the median multiple of the matched comparable targets and a positive number if the reverse is the case.⁹

⁹ Following Officer (2007), we do not calculate a value for the unlisted target price discount for deals in which the price multiple for an unlisted target is more than 100% larger than that of the portfolio of comparable publicly traded targets matched to it.

Panel A of Table 1 shows that the average unlisted target price discount for our sample is 24.3% and that the average values for the subsamples consisting of only private stand-alone firm targets and subsidiary targets are 17.1% and 33.3%. These findings are similar to those in Officer (2007). He finds average discounts of 18% and 30% for stand-alone private firm targets and subsidiary targets when using the deal-value-to-sales multiple.¹⁰ Panel A also shows that the average unlisted target price discount is 19.6% for deals with an escrow contract and 28.9% for deals without such a contract in place. One factor that may lead to the discount being lower for targets with an escrow contract is that because the use of an escrow contract is expected to reduce bidder due diligence costs, bidders may be willing to increase their offer price when an escrow contract is included within the acquisition agreement. In Table 6 we report the results of tests that examine this issue in a multivariate context after accounting for both the potential endogeneity that an escrow contract is included in an acquisition agreement and costs to the sellers if the bidder ends up receiving some of the funds in the escrow account.

Panel B of Table 1 reports statistics on target characteristics for all the deals in our sample, and also for the subsamples with or without an escrow contract. Targets tend to be smaller for the deals with an escrow contract than without (median deal value of \$68.1 million versus \$80.0 million). Also, targets tend to have lower ROA (median values of 0.035 versus 0.040) and a lower interest coverage ratio (median values of 1.93 versus 3.89) in deals with an escrow contract.

Panel A of Table 2 reports information on additional deal characteristics for the acquisitions in our sample and also provides information on how these characteristics differ between deals with and without escrow contracts. This evidence provides preliminary insights on what determines the inclusion of escrow contracts in acquisition agreements. This panel first documents that for deals with escrow contracts as compared to deals without escrow contracts

¹⁰ The evidence in Officer (2007) suggests that one reason why the average discount in the price paid for subsidiary targets is particularly large is that the parent firm selling a subsidiary often has urgent liquidity needs.

there is a significantly higher fraction of deals that are stock purchase transactions in which the bidder becomes responsible for the target's liabilities (80.0% versus 66.8%).¹¹ This result supports the prediction that the use of escrow contracts is more prevalent when a bidder's acquisition-related transaction risk is greater. Further supporting this prediction, Panel A shows that when an escrow contract is used (not used) that 75.6% (43.8%) of the deals are for private stand-alone firm targets, for which as discussed earlier a bidder's acquisition-related transaction risk is higher.¹²

Panel A of Table 2 also provides evidence on whether the use of an escrow contract is associated with seller-side acquisition transaction risk. This panel shows that in deals that use escrow contracts the fraction of the deals with a dominant target shareholder (defined as a shareholder who owns at least 20% of the target's stock, but not all of its stock) is markedly higher than it is for the deals that do not use an escrow contract (48.3% versus 24.1%).¹³ As noted earlier, an escrow contract can be particularly useful to manage a dominant shareholder's acquisition-related transaction risk as it reduces the likelihood that to obtain recourse the bidder would sue this shareholder. Thus, this evidence supports the notion that a key motive for escrow contracts is that they aid in lowering the transaction risk of a target's dominant shareholder. As well, Panel A shows that the fraction of deals in which the bidder agrees to a cap on the dollar amount that the sellers of the target could be sued for subsequent to the acquisition is significantly greater among the deals with an escrow contract than the deals without such a contract (85.3% versus 61.1%). This result supports the notion that if a bidder agrees to such a cap this then makes it easier to persuade the sellers of the target to include an escrow contract in the acquisition agreement.

¹¹ We note that stock purchase transactions differ from stock-for-stock mergers. While the latter represent statutory mergers where the means of payment is stock, the former represents the purchase of a company by the means of purchasing its authorized and issued stock with either cash or stock of the acquirer. Unlike stock purchases, asset purchases represent agreements where the target sells certain assets in exchange for either cash or stock of the bidder, and in which the bidder does not become responsible for target liabilities.

¹² As shown in Panel A of Table 2, 39.7% of the deals we study are acquisitions of subsidiary targets. In the majority of these deals (204 out of the 374 deals) the parent firm of the subsidiary is a privately held firm.

¹³ Although not tabulated, we find that in 48.5% of acquisitions of stand-alone private firms the target has a dominant shareholder and that in 18.7% of subsidiary acquisitions there is such a target shareholder.

As well, Panel A reports evidence on the fraction of deals in which the method of payment is only stock or only cash. It could be the case that when there is significant information asymmetry about the value of a target that this would increase the likelihood that both an escrow contract is used and that stock is the method of payment because this form of payment can mitigate contracting problems resulting from information asymmetry about the value of the target (e.g. Hansen (1987) and Officer, Poulsen and Stegemoller (2009)). On the other hand, given that in most cases the funds in the escrow account are cash this could raise the probability that when an escrow contract is used the method of payment is only cash. Panel A shows that in deals with an escrow contract the fraction of deals in which the method of payment is only stock is higher than it is in deals that do not use an escrow contract (11.2% versus 6.6%). Also, this panel documents that when an escrow contract is used that the percentage of deals in which the method of payment is only cash is lower than is the case when an escrow contract is not used (31.8% versus 42.0%).

Finally, given that prior work has studied earnout contracts, which provide for future payments to target firm managers contingent on some observable measure of performance (e.g., Kohers and Ang (2000), Datar, Frankel and Wolfson (2001), and Cain, Denis, and Denis (2011)), we also report evidence in Panel A of Table 2 on if the use of earnout contracts is related to the use of escrow contracts. Extant work documents that earnout contracts are used more often in acquisitions of unlisted targets than in acquisitions of publicly traded targets, but that the use of earnout contracts is relatively infrequent for both types of acquisitions. Consistent with this notion, Panel A shows that earnout contracts are used in only 12.2% of the deals in our sample. Thus, these contracts are used significantly less often than are escrow contracts, which are used in 52.1% of the deals we study. This panel also documents that there is no significant difference with respect to the use of an earnout contract between deals with or without an escrow contract.

The finding that the use of earnout contracts is not related to the use of escrow contracts is potentially not surprising. These two types of contracts serve different purposes. An important

motive for using an earnout contract is that when a target firm's owner-manager possesses valuable human capital an earnout contract can be used to induce this individual to remain with the newly merged firm after deal completion so that acquisition-related synergies can be maximized. However, escrow contracts are not used for this purpose. Also, while both earnout and escrow contracts help to reduce contracting problems resulting from information asymmetry between buyers and sellers in acquisition deals, earnout contracts are generally used to increase acquisition-related synergies and raise a bidder's upside return from an acquisition. On the other hand, the main purpose of escrow contracts is to provide bidders with recourse in the event of seller breaches of representations and warranties made to the bidder in the acquisition agreement.

Panel B of Table 2 compares the usage of an escrow contract between deals with different characteristics. Consistent with the Panel A results, the percentage of deals using an escrow contract is higher for stock purchase transactions rather than asset sales (60.5% versus 43.5%), deals that are the acquisition of a private stand-alone firm rather than a subsidiary target (65.2% versus 32.1%), deals in which there is a dominant target shareholder (68.5% versus 42.5%), deals using a liability cap (60.3% versus 29.1%), or deals in which the method of payment is only stock (64.7% versus 50.8%). Also, Panel B documents that the percentage of deals using an escrow contract is lower when the method of payment is only cash (45.1% versus 56.1%), but that this percentage does not significantly differ between deals that use or do not use an earnout contract.

Table 3 reports information on the Fama-French 49 industry distribution of the acquirer firms in our sample for the deals with an escrow contract, as well as the industry distribution of the acquirer firms for all the deals in our sample. The two distributions are quite similar, except for the computer software industry, where the percentage of acquirers who include an escrow contract in the acquisition agreement is higher than is the percentage of all the acquirers in our sample operating in this industry (19.1% versus 13.9%). Although not tabulated, we document similar results if we define industry by considering a target's industry and also find that the industry

distribution of targets closely resembles that of acquirers. Overall, the Table 3 results suggest that our study's findings are unlikely to be driven by a few select industries. Nevertheless, to ensure that this is not the case in our multivariate regressions we include industry fixed effects.

IV. Multivariate Results

A. The Determinants of the Use of an Escrow Contract

Table 4 reports the marginal effects results from Probit models examining the determinants of the use of an escrow contract. In these models the dependent variable takes a value of one if an escrow contract is included in the acquisition agreement, and zero otherwise. The first model is estimated using the entire sample of private firm and subsidiary acquisitions, while the second and third models are estimated using only the subsamples consisting of these two types of acquisitions.

Officer (2007) shows that sellers of unlisted targets are often financially constrained and that the discount in the price paid for these targets relative to public targets is accentuated when credit conditions are tight, as measured by the average spread of commercial and industrial loan rates relative to the federal funds rate.¹⁴ Hence, it is possible that credit market conditions can impact how open are the sellers of unlisted targets to including an escrow contract in the acquisition agreement. To control for this issue and also more generally control for changes over time in the extent to which the sellers of unlisted targets may be financially constrained, we include in the Table 4 models the average spread of commercial and industrial loan rates relative to the federal funds rate during the four quarters prior to the quarter of the deal completion date. We also control for deal value given the Table 1 evidence of a negative correlation between whether an escrow contract is used and the size of the target.¹⁵ Finally, we control for year and industry fixed effects

¹⁴ See also Lown, Morgan, and Rohatgi (2000), Harford (2005), and Harford, Klasa, and Maxwell (2014) for discussions about why the spread of average commercial and industrial loan rates relative to the federal funds rate is a valid proxy for the extent to which credit market conditions are tightening.

¹⁵ As discussed earlier, there is not a clear ex-ante prediction for the association between the likelihood that an escrow contract is included in the acquisition agreement and whether the method of payment is only stock or only cash. Although we do not tabulate the results of these analyses, we tried including dummy variables for whether the method of payment is only cash or only stock in the Table 4 models. Irrespective of whether these variables are included

because takeover activity tends to be clustered over time within particular industries (e.g., Mitchell and Mulherin (1996), Harford (2005), and Ahern and Harford (2014)). Controlling for these fixed effects helps to ensure that variation over time and across industries in firms' propensities to engage in acquisitions, which could affect competition between bidders for an unlisted target and consequently the payment method used to pay for the target, do not drive our results.

In subsequent analyses, we use the predicted values from the three models in Table 4 to examine if the use of an escrow contract is associated with the length of time between the preliminary announcement of an acquisition deal and the completion of the deal, the discount in the price paid for an unlisted target relative to the price paid for similar public targets, and bidder firm acquisition announcement returns. As a result, in the Table 4 models we include two variables used as instruments for the likelihood that an escrow contract is used. The first variable is the percentage of deals for unlisted targets in a target's Fama-French 49 industry that used an escrow contract during the previous year (calculated using data from our sample). We predict the higher is this percentage the more likely it is that an escrow contract is included in the acquisition agreement. The second variable is an indicator for if during the prior year the bidder paid for an acquisition using a hybrid method of payment, defined by SDC as a mix of cash and securities in the bidder firm. We expect that bidders that previously used a hybrid method of payment to pay for an acquisition are likely to offer more complex types of payment when making an acquisition, such as including a payment that is placed in an escrow account. Thus, we predict this indicator is positively associated with if an escrow contract is included in the acquisition agreement.

The results for the first model in Table 4 support the prediction that escrow contracts are used to reduce buyers' and sellers' acquisition-related transaction risk. Notably, the results for this model show that the likelihood that an escrow contract is used in the context of a given acquisition

separately or together, the coefficients on these variables are insignificant and the inclusion of these variables in the Table 4 models do not affect any of the other Table 4 results. Also, including these variables in the Table 4 models does not change the results of any of our later analyses that use instrumented values for whether an escrow contract is included in an acquisition agreement.

is higher in instances when it should be more important for buyers and sellers to manage transaction risk. The findings for this model show that if a target is a private firm rather than a subsidiary this increases the likelihood that an escrow contract is used by 22.3%. The results for this model also provide evidence on how the ratio of the size of the target to the acquirer impacts the likelihood that an escrow contract is used in an acquisition transaction. The larger is the value for this ratio, the more important it should be for an acquirer to manage acquisition-related transaction risk. Consistent with this notion, this ratio is positively associated with the probability that an escrow contract is used. An increase from the 25th to the 75th percentile of the ratio of target to bidder size is associated with a 0.6% higher likelihood that an escrow contract is used.

The first model in Table 4 also shows whether when there is greater information asymmetry about the value of a target, if it is more likely that an escrow contract is included in the acquisition agreement. Here, we use five different measures to proxy for information asymmetry between the bidder and sellers about the target's value. Specifically, we consider whether 1) a target operates in an industry in which earnings volatility is higher, 2) the number of distinct analysts covering the publicly traded firms in the target's industry is lower¹⁶, 3) the target operates in a different industry than does the bidder, 4) the target has greater total accruals, as measured by the difference between its earnings and its free cash flows (e.g., Dechow and Dichev (2002))¹⁷, or 5) the target is more likely to be financially distressed, as measured by a lower interest coverage ratio.^{18,19} We

¹⁶ We assume that if there are fewer distinct analysts covering the publicly traded firms in an industry this makes it more difficult to value unlisted targets in the industry, which in turn leads to larger information asymmetry about these targets.

¹⁷ Prior work argues that if a firm has large accruals and it is difficult to map its accruals into its future cash flows then it is difficult for investors to infer the firm's financial performance and value from its earnings. For private firm or subsidiary targets, it should be difficult for the bidder to map accruals into future cash flows given that this would require the bidder to study the financial statements of the target over a significant period.

¹⁸ We use a target's interest coverage ratio rather than its debt ratio to proxy for the likelihood that the target is financially distressed because the data from Pratt's Statistics database enables us to calculate only the former. Further, prior work such as Berens and Cuny (1995) and Andrade and Kaplan (1998) suggests that a firm's interest coverage ratio can more reliably proxy for whether it is financially distressed than its debt ratio.

¹⁹ As reported in the legend to Table 1, Panel B, if a target has no interest expense we arbitrarily set its interest expense to \$1,000 to calculate a value for the target for the interest coverage ratio. Doing so allows us to avoid dropping observations in which a target has no debt from the Table 4 analyses and biasing our sample towards it consisting of targets that are unlikely to be financially distressed. To ensure that doing this does not somehow affect the study's

find evidence that strongly supports the notion that when there is more information asymmetry about the target's value, this increases the likelihood that an escrow contract is used. Specifically, the results for the first model in Table 4 show that this likelihood is positively associated with the indicator variables for if earnings volatility in the target's four-digit SIC industry is in the top sample quintile, if analyst coverage of the publicly traded firms in a target's four-digit SIC industry is not in the top sample quintile, and if the target operates in a different four-digit SIC industry than does the bidder.²⁰ Also, we find that the likelihood an escrow contract is used is positively associated with a target's accruals and negatively associated with its interest coverage ratio. These results are for the most part economically important. Specifically, if a target operates in an industry with higher earnings volatility, lower analyst coverage, or its four-digit SIC industry is different than is the bidder's four-digit SIC industry this leads to, respectively, 0.9%, 3.8%, or 1.6% increases in the probability that an escrow contract is used. Likewise, an increase from the 25th to the 75th percentile value of total accruals or the interest coverage ratio would result respectively in 3.7% or -0.2% changes in the probability that an escrow contract is used.

The first model in Table 4 also shows if an acquisition is an asset sale whether this decreases the likelihood that an escrow contract is used. This could potentially be the case because, as discussed earlier, bidders do not assume target liabilities in asset sales, which reduces bidder transaction risk. Although we find that if an acquisition is an asset sale is indeed negatively associated with the use of an escrow contract, this association is not statistically significant.

results, we first re-estimate the three models in Table 4 after dropping observations in which a target has no interest expense. All of the independent variables in these models with significant coefficients retain their significant coefficients. Also, using the instrumented values calculated from re-estimating these three models we re-estimate all the subsequent models in the paper that utilize these instrumented values and find that the results of those analyses are unchanged. Second, we re-estimate the three models in Table 4 after dropping the interest coverage variable. Here again, we find that this does not affect any of the Table 4 results or the results of analyses that use the instrumented values calculated from the three Table 4 models.

²⁰ For the low analyst coverage indicator variable, we consider whether analyst coverage of a target's industry is in the bottom four quintiles of the distribution of this variable rather than the bottom quintile of this distribution because for 42% of the targets in our sample there are no analysts covering the firms in a target's four-digit SIC industry. This relatively high percentage is in part due to a number of these industries having no firms that are publicly traded.

The results for the first model in Table 4 support the prediction that a motive for escrow contracts is that they are used to reduce a dominant shareholder's acquisition-related transaction risk. Specifically, we find that the presence of a dominant target shareholder increases the probability that an escrow contract is used by 16.1%. The results for this model also document that if a bidder agrees to a cap on the amount it could sue the sellers for subsequent to the acquisition this increases the likelihood that an escrow contract is used by 26.7%. This finding supports the proposition that if a bidder agrees to such a cap this makes it easier to convince the sellers of the target to agree to the use of an escrow contract.²¹

Finally, in the first model of Table 4 we find significant positive coefficients on the variable measuring the percentage of deals for unlisted targets in a target's industry that used an escrow contract during the previous year and the indicator variable for whether during the prior year the bidder used a hybrid method of payment to pay for an acquisition. These findings suggest that these two variables are useful instruments for the likelihood that an escrow contract is included in an acquisition agreement. In Section IV.B we report the results of diagnostic tests for the suitability of these two instruments, which confirm the validity of the two instruments.

The results for the second model in Table 4, which is estimated on only the subsample consisting of stand-alone private firm targets, show that all six of the variables in the first model that proxy for bidder acquisition-related transaction risk and that have significant coefficients retain their significant coefficients. Further, the coefficients on the indicator variables for the existence of a target firm dominant shareholder and the use of a liability cap, which are related to seller-side acquisition-related transaction risk, also remain significant in the second model. The results for the third model, which is estimated on only the subsample consisting of subsidiary

²¹ It is also possible that within deals that use an escrow contract the fraction of the sale proceeds held in the escrow account is associated with buyer or seller acquisition-related transaction risk. To examine this issue, for the subsample of 491 deals in which an escrow contract is used, we re-estimated the first model from Table 4 using the OLS procedure and replacing the dependent variable in this model with the fraction of the sale proceeds held in the escrow account. We find that most of the proxy variables for bidder and seller acquisition-related transaction risk retain significant coefficients with expected signs.

targets, document that the coefficients on the indicator variables for the existence of a target firm dominant shareholder and the use of a liability cap in the acquisition agreement remain significant. However, the results for this model show that only two of the six variables in the first model that proxy for bidder acquisition-related transaction risk and have significant coefficients retain their significant coefficients when just subsidiary acquisitions are considered.

A likely explanation for why there is stronger support for stand-alone private firm than for subsidiary targets that escrow contracts are used to manage bidder acquisition-related transaction risk is that, as discussed earlier, in acquisitions of private firm targets this risk is larger and it is thus more important for bidders to manage this risk. On the other hand, we expect that in private firm and subsidiary target acquisitions the use of an escrow contract is related to the same extent to seller-side acquisition-related transaction risk, and the Table 4 results support this proposition.

B. Results of Diagnostic Tests for the Suitability of Instruments

From the Table 4 models, we calculate predicted values for the likelihood an escrow contract is included in an acquisition agreement. Next, in Tables 5-7 we use these instrumented values in two-stage least squares (2SLS) analyses that examine the impact of the use of an escrow contract on the length of time between the preliminary announcement of an acquisition deal and the completion of the deal (Table 5), the discount in the price paid for private stand-alone firm and subsidiary targets (Table 6), and bidder acquisition announcement returns (Table 7). To determine the validity of our 2SLS analyses, we perform diagnostic tests to examine the suitability (i.e., relevance) of the instruments used for these analyses and the appropriateness (i.e., exclusivity) of using an instrumental variables approach.

The results of these tests are as follows. First, the results of an F-test of excluded instruments and a partial R-squared test for the first-stage regressions indicate that the instruments in our first-stage models are jointly significant in explaining if an escrow contract is included in a

given acquisition agreement.²² Second, the results of the Anderson (1951) canonical correlation likelihood ratio test reject the hypothesis that our 2SLS analyses suffer from weak instrument problems.²³ Next, in order to verify the exclusivity of our instruments (i.e., if the effect of our instruments onto the endogenous channel is confined to the first stage equation alone), we ran a Sargan test of over-identifying restrictions and found that the second-stage regressions do not suffer from over-identification problems, meaning that our instruments are exclusive.²⁴ Based on these tests, we conclude that our instruments are both (i) relevant and (ii) exclusive.

C. Escrow Contracts and Bidder Due Diligence Costs

In acquisitions of private firm and subsidiary targets the larger asymmetric information problems between buyers and sellers about the target's value often results in a bidder incurring due diligence costs that are quite large relative to the value of the target. However, because the use of an escrow contract would reduce a bidder's costs if after the acquisition it is found that negative information about the target was withheld from the bidder, the inclusion of such a contract in an acquisition agreement should reduce a bidder's need to incur very high due diligence costs when acquiring an unlisted target. As a result, the use of escrow contracts in acquisitions of unlisted targets is expected to lead to a creation of real value.²⁵

To investigate whether the use of escrow contracts indeed lowers bidder due diligence costs in private firm and subsidiary acquisition deals, we run tests in which we proxy for these costs with the length of the negotiation period between the announcement of a preliminary acquisition

²² The F-test is based on the F-statistic of excluded instruments and tests the joint significance of all excluded instruments in the first-stage regressions. The partial R-squared is the fraction of the variation of the instrumented variable explained by the instruments, net of their effect through the exogenous variables.

²³ The Anderson (1951) canonical correlation likelihood ratio statistic examines the null hypothesis of under-identification using the canonical correlation between the regressors and their instruments.

²⁴ The test of over-identifying restrictions tests the joint null hypothesis that the instruments are uncorrelated with the error term and are hence correctly excluded from the second-stage equations.

²⁵ In his discussion of due diligence costs, Bruner (2004) reports that the due diligence process has many facets and includes among others the following elements (legal issues, tax issues, information technology, risk and insurance issues, environmental issues, market presence and sale issues, operations, real and personal property issues, intellectual and intangible assets, finance, cross-border-issues, and organization and human resources).

agreement and the completion of the deal. In doing so, we follow Marquardt and Zur (2014), Amel-Zadeh and Zhang (2014), and Wangerin (2015) and assume that if a bidder conducts less due diligence on the target this reduces the length of this period. We note that prior to the signing of the preliminary acquisition agreement the sellers of a target will usually provide a bidder with only a small amount of private information about the target, and as a result, it would be difficult for the bidder to begin extensive due diligence on the target. On the other hand, after this agreement is signed the sellers of the target are contractually obligated to provide the bidder with large-scale access to private information about the target. Consequently, it is only after this agreement is signed that the bidder can begin conducting major due diligence on the target.

Table 5 provides the results of our tests of if the time-to-completion of acquisition deals, defined as the number of days between the announcement of a preliminary deal and its closing, is related to the use of an escrow contract.²⁶ The models we use in Table 5 include as controls the independent variables from the Table 4 models, but exclude the two instrument variables.

The first model in Table 5 shows that, as expected, the time-to-completion of an acquisition deal is negatively associated with whether an escrow contract is included in the acquisition agreement. The coefficient estimate on the escrow agreement indicator variable indicates that the use of an escrow contract is associated with a 20.4 day reduction in the time-to-completion of an acquisition deal. Relative to the mean value for our sample for the time-to-completion for a deal of 57.5 days, this represents a 35.5% decrease in the typical time-to-completion of a deal.

In the second model we attempt to control for the potential endogeneity of whether an escrow contract is used in a particular acquisition deal by replacing the escrow agreement indicator variable with the instrumented escrow agreement indicator calculated from the first model in Table 4. Here also, we document a negative effect of the use of an escrow contract on the time-to-

²⁶ In 10.7% percent of the observations in our sample the time-to-completion of an acquisition deal is zero days. Our results are very similar if we drop these observations.

completion of a deal. The results for the third and fifth models of Table 5 show that if we focus on private stand-alone firm or subsidiary acquisitions we find that the use of an escrow contract reduces the time-to-completion of both of these types of acquisitions. Further, in the fourth and sixth models of Table 5 we replace the escrow agreement indicator with the instrumented escrow agreement indicators calculated from the second and third models in Table 4 (for only private firm or subsidiary acquisitions), and document that the findings for only private firm or subsidiary acquisitions are robust to accounting for the endogeneity of using an escrow contract. Overall, the Table 5 results are supportive of the proposition that the use of escrow contracts reduce bidders' due diligence costs in acquisitions of unlisted targets, and that consequently, the use of these contracts ought to lead to a creation of real value in these acquisitions.²⁷

D. Escrow Contracts and the Discount in the Price Paid for an Unlisted Target

Officer (2007) shows that unlisted targets are typically sold at discounts of about 17% to 30% relative to the price paid for comparable publicly traded targets. If the use of an escrow contract results in a creation of real value because it reduces a bidder's acquisition-related costs, such as the bidder's due diligence costs, and the bidder passes on to the sellers some of this created value then we should observe that the use of an escrow contract has a positive effect on the final total proceeds received by the sellers of an unlisted target.²⁸ Table 6, Panel A provides evidence on if the use of an escrow contract is associated with a reduction in the discount in the price paid

²⁷ Another reason why the use of escrow contracts in acquisitions of unlisted targets could lead to real value creation is that they can allow a bidder to avoid having to sue seller parties subsequent to the acquisition if they fail to meet specific terms of the acquisition agreement. Such lawsuits can result in a bidder incurring significant financial and time costs. To provide some insights on this issue, we ran tests using the SDC variable LIT, which provides information on whether one of the players in an acquisition launches litigation as a result of the acquisition. (The SDC database does not provide specific information on whether a bidder sues the sellers of a target subsequent to an acquisition.) In 46% of the deals in our sample, we find that one of the players involved in the deal launches litigation. We estimate linear probability models that are the same as the models in Table 5 except that the dependent variable equals one if one of the players in the acquisition launches litigation, and zero otherwise. We find that the existence of an escrow contract is associated with an 8.3% lower likelihood of deal litigation. We also find that this result is robust to separately examining private firm or subsidiary targets. Further, the results for all, private firm, and subsidiary target deals are robust to accounting for the potential endogeneity of using an escrow contract.

²⁸ We note that whether or not, and to what extent a bidder shares the created value with the sellers would depend on the relative bargaining strength of the bidder and seller parties.

for an unlisted target. The first model in this table regresses the discount in the deal-value-to-sales multiple of an unlisted target relative to the deal-value-to-sales multiple of comparable publicly traded targets on an indicator variable for if an escrow contract is included in the acquisition agreement. The second model in this table accounts for the potential endogeneity in the decision to use an escrow contract by replacing the indicator variable for whether an escrow contract is used with the fitted value calculated from the first model in Table 4.

In the Table 6, Panel A models we control for the following deal characteristics which are related to acquirer acquisition-related transaction risk, whether a target is a stand-alone private firm, whether a deal is an asset sale, and the relative size of the target to the acquirer. To further control for asymmetric information about the value of the target, we also include indicator variables for if the target operates in an industry with high earnings volatility or with low analyst coverage, or if the target is in a different industry than is the acquirer. To partly control for the issue that the sellers of unlisted targets could have urgent liquidity needs and that these needs can affect the discount in the price paid for an unlisted target (e.g., Officer (2007)), we include as an independent variable whether the method of payment is cash only. Also, because Officer (2007) shows that discounts for unlisted targets are larger when credit conditions are tighter, we control for the average spread of commercial and industrial loan rates relative to the federal funds rate during the four quarters prior to the quarter of the deal completion date.²⁹ Finally, as in our prior multivariate analyses, we control for deal value and year and industry fixed effects.

The coefficient on the escrow agreement indicator variable in first model in Table 6, Panel A is significant and positive. The coefficient of 0.084 suggests that, on average, the discount in the deal-value-to-sales multiple for an unlisted target relative to the median deal-value-to-sales multiple of comparable public targets is reduced by 8.4% through the use of an escrow contract.

²⁹ We do not include a control variable in the Table 6, Panel A models for whether the seller of an unlisted target is financially constrained that is constructed using data about the seller because this data is not available for acquisitions of stand-alone private firms. Also, as previously noted, in the majority of the deals for subsidiary targets the parent firm of the subsidiary is a privately held firm and consequently it would not be included in the Compustat database.

For instance, for the typical unlisted target in our sample that has a discount in its deal-value-to-sales multiple of 24.3%, the use of an escrow contract would reduce this discount to 15.9%.

Because when an escrow contract is used the bidder might ultimately keep some of the escrow account funds, we also provide an economic interpretation of the reversal of the unlisted target price discount resulting from the use of an escrow contract after accounting for this possibility. From bidders' public disclosures it is not possible to determine the fraction of the escrow account funds that are returned to the seller parties. However, the escrow services division of J.P. Morgan Chase reported to us that in the context of escrow contracts used in acquisitions of unlisted targets, on average, 60% of the escrow account funds are returned to the sellers. In Panel A of Table 1, we document that for the 491 deals in our sample with an escrow contract that, on average, 12.2% of the sale proceeds are deposited into an escrow account. Thus, based on the assumption that typically 60% of the escrow account funds are returned to the sellers, we estimate that, on average, among the deals in our sample that use an escrow contract 4.9% ($=0.4 \times 12.2\%$) of the sale proceeds are ultimately kept by the acquiring firm. Given that the coefficient estimate on the escrow indicator variable in Table 6, Panel A suggests that the use of an escrow contract leads to a reversal of the unlisted target discount of approximately 8.4%, this implies that after accounting for funds in the escrow account that are not returned to the sellers that, on average, the use of an escrow contract leads to a reversal in the unlisted target discount of about 3.5%.

In the second model of Table 6, Panel A we address the potential endogeneity of whether an escrow contract is used in a given acquisition deal by replacing the escrow agreement indicator variable with the instrumented escrow agreement indicator calculated from the first model in Table 4. Here also, we find that the use of an escrow contract reduces the discount in the price paid for an unlisted target. The results for the third and fifth models show that if we separately examine private firm or subsidiary acquisitions we find that the use of an escrow contract reduces the discount in the price paid for both of these types of targets. In the fourth and sixth models we

replace the escrow agreement indicator with the instrumented escrow agreement indicators calculated from the second and third models in Table 4, and show that the findings for private firm or subsidiary targets are robust to accounting for the endogeneity of using an escrow contract.

Table 6, Panel B provides evidence on whether the extent to which the use of an escrow contract reduces the discount in the price paid for an unlisted target is larger when the bidder faces larger acquisition-related transaction risk. Specifically, in this panel we report if the effect of using an escrow contract on the price paid for an unlisted target is more pronounced when the target is a stand-alone private firm, the relative size of the target to the bidder is greater, or information asymmetry about the value of the target is larger (as measured by if the target operates in an industry with high earnings volatility or low analyst coverage). To do so, in the first and second models of this panel we include as independent variables the interactions of the indicator variable for whether a target is a private stand-alone firm with the escrow agreement indicator variable and the instrumented escrow agreement indicator variable. Similarly, in the third and fourth models in this panel we include the interactions of the relative size of the target to the bidder with the escrow agreement indicator variable and the instrumented escrow agreement indicator variable, in the fifth and sixth models we include the interactions of the indicator variable for whether earnings volatility in a target's industry is in the top sample quintile with the escrow agreement indicator variable and the instrumented escrow agreement indicator variable, and finally in the seventh and eighth models we include the interactions of the indicator variable for whether analyst coverage of a target's industry is not in the top sample quintile with the escrow agreement indicator variable and the instrumented escrow agreement indicator variable.

The coefficients on the interaction variables in the first to fourth models and the sixth to eighth models of Table 6, Panel B are positive and significant, which implies that the extent to which the use of an escrow contract reduces the discount in the price paid for an unlisted target is larger if a target is a private firm, the relative size of the target to the bidder is greater, or there is

more information asymmetry about the value of the target. Thus, because when bidders face larger acquisition-related transaction risk the use of an escrow contract should lead to bigger reductions to a bidder's due diligence costs, in these cases a bidder would be even more likely to pay a higher acquisition price if an escrow contract is included in the acquisition agreement.

E. Escrow Contracts and Bidder Acquisition Announcement Returns

Next, we investigate whether the use of an escrow contract in the acquisition of an unlisted target leads to more positive market reactions for bidders at the announcement of an acquisition deal. We expect that this should be the case if not all of the cost savings for a bidder from using an escrow contract are passed on to the sellers of the target in the form of a higher acquisition price. Table 7, Panel A provides the results of an examination of this issue. Bidder announcement returns are the (-1, 1) day abnormal return surrounding the acquisition announcement date, calculated using the market model where the estimation window is the (-220, -20) days prior to the acquisition announcement date. The acquisition announcement date is the date of the filing of form DEF 14A for the preliminary acquisition deal. In this filing, it would be reported if an escrow contract is included in the acquisition agreement given that the escrow contract would be noted as part of the price consideration offered in the transaction. Although not tabulated, we find that mean (median) bidder acquisition announcement returns for the full sample and for the subsamples consisting only of private firm targets or of subsidiary targets are, respectively, 3.0% (2.1%), 2.9% (2.2%), and 3.2% (2.0%). The magnitude of these announcement returns is similar to that documented in prior work that has examined bidder announcement returns in acquisitions of private firm and subsidiary targets (e.g., Fuller, Netter, and Stegemoller (2002)).

In the Table 7, Panel A models the dependent variable is the bidder acquisition announcement return. The independent variables in these models are the same as in Table 6, except that we additionally control for whether the method of payment is only stock because prior work shows that in acquisitions of unlisted targets bidder announcement returns tend to be more positive

when the method of payment is only stock (e.g., Chang (1998), Fuller, Netter, and Stegemoller (2002), and Officer, Poulsen, and Stegemoller (2009)). Also, because the dependent variable in the Table 7 models relates to the bidder we control for bidder size rather than deal size.

The results for the first two models in Panel A of Table 7 show that the use of an escrow contract is associated with higher bidder acquisition announcement returns and that this is the case both using OLS and a 2SLS approach that accounts for the potential endogeneity of having an escrow contract in place. These findings are consistent with escrow contracts creating value for bidders by reducing their due diligence costs in acquisitions of private firm and subsidiary targets and with bidders not passing on to the sellers of these targets all of their cost savings in the form of a higher acquisition price.

In the third and fourth models of Panel A of Table 7 we report the results for only private firm targets, while in the fifth and sixth models we report the results for only subsidiary targets. The results for the OLS estimations in the third and fifth models show that irrespective of whether a target is a private firm or subsidiary target that the use of an escrow contract is associated with higher bidder acquisition announcement returns. The findings for the 2SLS estimates in the fourth model document that for acquisitions of private firm targets when we account for the potential endogeneity of having an escrow contract in place that the association between the use of an escrow contract and bidder acquisition announcement returns remains positive and significant. However, for subsidiary targets after accounting for this potential endogeneity although there remains a positive association between the use of an escrow contract and bidder announcement returns this association becomes insignificant at conventional significance levels (t -statistic = 1.57).³⁰

³⁰ The adjusted R-squared values for the fifth and sixth models in Table 7 are negative. This is due to the large number of control variables with insignificant coefficients in these two models. If we rerun these two models including the escrow agreement indicator variables and the only control variable with a significant coefficient (i.e., the indicator for whether the transaction is an asset sale) and year and industry fixed effects the adjusted R-squared values increase to 0.005 and 0.013, and the escrow agreement and asset sale indicator variables retain their significant coefficients. However, we note that for these two models we present the results using the extended list of controls for consistency with what we report for the first four models in Table 7.

In the first to eighth models of Table 7, Panel B we include as independent variables the eight interaction variables used in Table 6, Panel B to provide evidence on whether the extent to which the use of an escrow contract is associated with value creation for a bidder is more pronounced when the bidder faces greater acquisition-related transaction risk. We expect this should be the case because when this risk is greater the reduction in a bidder's due diligence costs from using an escrow contract should be larger. The coefficients on six of the eight interaction variables in the Table 7, Panel B models have positive and significant coefficients, which provides support to the proposition that escrow contracts lead to greater value creation for bidders when they face larger acquisition-related transaction risk.

F. Propensity Matched Score Analysis

A potential concern with the results of our analyses that examine the effect of the use of an escrow contract on the length of the period between the announcement of an acquisition deal and its completion, the discount in the price paid for an unlisted target, and bidder acquisition announcement returns is that our linear controls may not adequately account for differences between deals that include or do not include an escrow contract. An empirical approach to address this concern is to create a propensity score matched sample. Using the first model in Table 4, we predict the propensity score for each of the deals in our sample. We next match each deal with an escrow contract to a deal in our sample without an escrow contract. The match is based on (i) the two targets being in the same two-digit SIC industry and acquired within two years of one another, (ii) the two targets not having a difference in value that is greater than 30 percent, and (iii) the propensity score being closest to the counterpart deal but within 20 percent of the propensity score of the deal including the escrow contract. Allowing for the repeated use of matched deals, yields a sample of 292 observations (the subsample of deals with escrow contracts has 491 observations).

We use a t-test to test for differences in means for the length of the period from the announcement of an acquisition deal to its completion between the sample of deals with an escrow

contract and the matched sample. We find that the mean values are statistically different at the 1% level and that the length of this period is 32% shorter for the deals with an escrow contract than for the matched deals without an escrow contract. Similarly, we test for differences in the discount in the price paid for an unlisted target and find that the mean values are statistically different at the 1% level and that the discount is 11.2% lower for the deals with an escrow contract. Finally, we test for differences in bidder announcement returns between the two samples and find they differ at the 5% level and that they are 1.70% higher for deals with an escrow contract.

G. Why are Escrow Contracts Not Used in More Acquisitions of Unlisted Targets?

Our evidence suggests that the use of an escrow contract reduces a bidder's due diligence costs, and consequently enables sellers of unlisted targets to obtain a higher sales price and increases the extent to which acquisitions of such targets leads to value creation for the bidder. A potential question is why these contracts are only used in about 50 percent of deals involving unlisted targets. Below we discuss several potential reasons for why this is the case.

In some cases sellers who are aware of potential misstatements made to the bidder in the representations and warranties section of the acquisition agreement may prefer to not use an escrow contract. If so, then sellers' preference to not include an escrow contract in the acquisition agreement could, at times, result in bidders having larger concerns about the overall quality of the target and to a larger discount in the price paid for the unlisted target. This scenario would be similar to that discussed in prior work (e.g., Akerlof (1970) and Myers and Majluf (1984)), in which buyers will demand a discount in the price paid for a product if it is difficult to verify the product's quality and they are not offered a warranty for it. Also, under this scenario because the bidder would not be able to reduce its due diligence costs through the use of an escrow contract, this could result in lower bidder acquisition announcement returns.³¹

³¹ It is important to point out that the result of a positive association between the use of an escrow contract and bidder acquisition announcement returns does not imply that all bidders should attempt to use an escrow contract when

Another reason why an escrow contract might not be used in the acquisition of an unlisted target is that there could be discord among target shareholders about including an escrow contract in the acquisition agreement. For instance, in some cases a number of smaller target shareholders, whose combined ownership is substantial, could prefer to not include an escrow contract in the acquisition agreement and instead make one or two large shareholders of the target more liable for seller breaches of warranties and representations made to the bidder.³² Finally, another factor that could result in an escrow contract not being used in the context of a given private firm or subsidiary acquisition is that because at times an important motive for these sales is that the sellers have an urgent need for liquidity (e.g., Officer (2007)), in some cases it could be important for the sellers to have immediate access to the entire sale proceeds. In these instances, an escrow contract could be viewed by the sellers as costly, as it would reduce the liquidity that they seek.

V. Conclusion

Although most acquisitions made by publicly traded companies consist of acquisitions of unlisted targets (i.e., acquisitions of private stand-alone firm and subsidiary targets), our understanding of these types of acquisitions is limited. In this paper, we study escrow contracts included in acquisition agreements. Escrow contracts are widely used in acquisitions of unlisted targets, but are not used in acquisitions of publicly traded targets. These contracts give the bidder the opportunity to lay claim on the funds placed in the escrow account subsequent to the acquisition if the seller fails to meet specific terms of the acquisition agreement or it is found that negative information about the target was hidden from the bidder.

We find that the likelihood an escrow contract is used in the acquisition of an unlisted target is greater when buyer or seller acquisition-related transaction risk is higher. Also, we document

acquiring an unlisted target. Instead, this result merely captures the issue that, on average, those bidders who do use an escrow contract do so efficiently to raise firm value.

³² We note that this scenario is not inconsistent with the Table 4 finding that, *on average*, the existence of a dominant target shareholder is positively associated with whether an escrow contract is included in the acquisition agreement.

evidence that suggests the inclusion of an escrow contract within an acquisition agreement leads to a creation of real value as it enables the bidder to lower its due diligence costs. Consistent with bidders passing on to the sellers of an unlisted target some, but not all, of this created value, we find that the use of an escrow contract positively impacts the total amount of the proceeds received by the sellers of an unlisted target and the extent to which the acquisition leads to value creation for the bidder. Further, we show that these effects are more pronounced in instances in which bidder acquisition-related transaction risk is greater, and consequently, the reduction in a bidder's due diligence costs from using an escrow contract would be larger.

Overall, our findings provide insights into the process in private firm and subsidiary acquisitions, which make up the majority of aggregate takeover activity, and on how participants in these transactions resolve contracting problems. In doing so, we also shed new light on how the method of payment used in mergers and acquisitions can be a function of buyers and sellers trying to manage acquisition-related transaction risk, and on how in general financial contracts can create real value and resolve problems between contracting parties that arise due to information asymmetry and moral hazard.

References

- Akerlof, G. "The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism." *Quarterly Journal of Economics*, 84 (1970), 488-500.
- Ahern, K.R., and J. Harford. "The importance of industry links in merger waves." *Journal of Finance*, 69 (2014), 527-576.
- Amel-Zadeh, A. and Y. Zhang. "The economic consequences of financial restatements: Evidence from the market for corporate control." *The Accounting Review*, 90 (2014), 1-29.
- Anderson, T. "Estimating linear restrictions on regression coefficients for multivariate normal distributions." *Annals of Mathematical Statistics*, 22 (1951), 327-351.
- Andrade, G., and S. Kaplan. "How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed." *Journal of Finance*, 53 (1998), 1143-1493.
- Berens, J., and C. Cuny. "The capital structure puzzle revisited." *Review of Financial Studies*, 8 (1995), 1185-1208.
- Bruner, R.F. *Applied Mergers and Acquisitions*. John Wiley and Sons, Hoboken, New Jersey, (2004).
- Cain, M.D.; D.J. Denis; and D.K. Denis. "Earnouts: A study of financial contracting in acquisition agreements." *Journal of Accounting and Economics*, 51 (2011), 151-170.
- Chang, S. "Takeovers of privately held targets, method of payment, and bidder returns." *Journal of Finance*, 53 (1998), 773-784.
- Cooney, J.W.; T. Moeller; and M. Stegemoller. "The underpricing of private targets." *Journal of Financial Economics*, 93 (2009), 51-66.
- Datar, S.; R. Frankel; and M. Wolfson. "Earnouts: The effect of adverse selection and agency costs on acquisition techniques." *Journal of Law, Economics, and Organization*, 17 (2001), 201-238.
- Dechow, P.M., and I.D. Dichev. "The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors." *Accounting Review*, 77 (2002), 35-59.
- Denis, D.J., and A.J. Macias. "Material adverse change clauses and acquisition dynamics." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48 (2013), 819-847.
- Faccio, M.; J. McConnell; and D. Stolin. "Returns to acquirers of listed and unlisted targets." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41 (2006), 197-220.
- Fama, E., and K. French. "The cross-section of expected stock returns." *Journal of Finance*, 47 (1992), 427-465.

- Fuller, K.; J. Netter; and N. Stegemoller. "What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions." *Journal of Finance*, 57 (2002), 1763-1793.
- Grossman, S., and O. Hart. "The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration." *Journal of Political Economy*, 94 (1986), 691-719.
- Hansen, R. "A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions." *Journal of Business*, 60 (1987), 75-95.
- Harford, J. "What drives merger waves?" *Journal of Financial Economics*, 77 (2005), 529-560.
- Harford, J.; S. Klasa; and W.F. Maxwell. "Refinancing risk and cash holdings." *Journal of Finance*, 69 (2014), 975-1012.
- Hart, O., and J. Moore. "Property rights and the nature of the firm." *Journal of Political Economy*, 98 (1990), 1119-1158.
- Kaplan, S.N., and P. Stromberg. "Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts." *Review of Economic Studies*, 70 (2003), 281-316.
- Kohers, N., and J. Ang. "Earnouts in mergers: Agreeing to disagree and agreeing to stay." *Journal of Business*, 73 (2000), 445-476.
- Lown, C.; D. Morgan; and S. Rohatgi. "Listening to loan officers: The impact of commercial credit standards on lending and output." *FRBNY Economic Policy Review*, July (2000), 1-16.
- Marquardt, C., and E. Zur. "The role of accounting quality in the M&A market." *Management Science*, 61 (2014), 604-623.
- Mitchell, M., and J.H. Mulherin. "The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity." *Journal of Financial Economics*, 41 (1996), 193-229.
- Myers, S., and N. Majluf. "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have." *Journal of Financial Economics*, 13 (1984), 187-221.
- Netter, J.; M. Stegemoller; and M.B. Wintoki. "Implications of data screens on merger and acquisition analysis: A large sample study of mergers and acquisitions from 1992 to 2009." *Review of Financial Studies*, 24 (2011), 2316-2357.
- Officer, M. "The price of corporate liquidity: Acquisition discounts for unlisted targets." *Journal of Financial Economics*, 83 (2007), 571-598.
- Officer, M.; A. Poulsen; and M. Stegemoller. "Target-firm information asymmetry and acquirer returns." *Review of Finance*, 13 (2009), 467-493.
- Wangerin, D. "Do fools rush in? The importance of due diligence in M&A transactions." Working paper, Michigan State University, (2015).

Table 1. Univariate sample statistics

The sample includes 569 acquisitions of stand-alone private companies and 374 subsidiary acquisitions completed between 1994-2009 in the U.S., with a deal value of at least \$25 million, in which the acquirer did not have a controlling stake in the target prior to the acquisition, but obtained a 100% stake after the acquisition.

Panel A. Escrow contract and unlisted target price discount characteristics

Details about escrow contracts are hand-collected from bidder firms' 8-K, DEF 14A, 10-Q, and 10-K filings. The escrow contract duration statistics are calculated using data for 341 stand-alone private firm targets and 104 subsidiary targets. Escrow contract duration is the number of months that the escrow contract funds are kept in the escrow account. The unlisted target price discount is defined as the percentage difference between the deal-value-to-sales multiple for an unlisted target and the median such multiple for industry- and size-matched comparable acquisitions of publicly traded targets. The portfolio of comparable acquisitions matched to each unlisted target is all acquisitions of publicly traded targets in the same Fama-French 49 industry as the unlisted target with a deal value within 20% of the deal value of the unlisted target and occurring within the 36-month window centered on the acquisition announcement date of the unlisted target. We do not calculate a value for the unlisted target price discount for deals in which the deal multiple for an unlisted target is more than 100% larger than the median multiple of the portfolio of comparable publicly traded targets. The unlisted target price discount variable is winsorized at the 1% level. ***, **, and * represent significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively, for two-tailed Wilcoxon rank-sum tests to determine whether median values differ between subsamples or two-tailed t-tests to determine whether mean values differ between subsamples.

Escrow contract characteristics for the 491 out of 943 acquisition deals in the sample that include an escrow contract:

	Unlisted targets (491 observations)		Stand-alone private targets (371 observations)		Subsidiary targets (120 observations)	
	<i>Mean</i>	<i>Median</i>	<i>Mean</i>	<i>Median</i>	<i>Mean</i>	<i>Median</i>
Percent of sale proceeds deposited in escrow account	12.2	9.3	13.0	9.9	8.9***	7.7**
Escrow contract size (millions of \$)	11.7	6.0	11.9	6.0	11.0	5.9
Escrow contract duration (months)	17.4	15.0	17.5	15.0	17.1*	15.0

Unlisted target price discount characteristics for the 931 acquisition deals with necessary data to calculate the price discount measure:

	Unlisted targets (931 observations)		Stand-alone private targets (557 observations)		Subsidiary targets (374 observations)	
	<i>Mean</i>	<i>Median</i>	<i>Mean</i>	<i>Median</i>	<i>Mean</i>	<i>Median</i>
Unlisted target price discount	-0.243	-0.361	-0.171	-0.316	-0.333***	-0.447***

	Unlisted targets with an escrow contract (481 observations)		Unlisted targets without an escrow contract (450 observations)	
	<i>Mean</i>	<i>Median</i>	<i>Mean</i>	<i>Median</i>
Unlisted target price discount	-0.196	-0.312	-0.289***	-0.396***

Table 1. Panel B. Target financial characteristics

Deal value is the price paid for the target plus the amount of any assumed liabilities of the target. Relative size of target to acquirer is the ratio of deal value to market value of assets of the acquirer. Target interest coverage is the ratio of operating income before depreciation to interest expense for the target and it is set to zero for targets with negative operating income. In order to avoid dropping observations when a target has no interest expense from the Table 4 multivariate analyses, if a target has no interest expense its interest expense is arbitrarily set to \$1,000. The statistics for target return on assets and target interest coverage are calculated using data for, respectively, 909 and 930 observations. The relative size of target to acquirer, target return on assets, and target interest coverage variables are winsorized at the 1% level. ***, **, and * represent significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively, for two-tailed Wilcoxon rank-sum tests to determine whether medians differ between deals with or without escrow contracts or two-tailed t-tests to determine whether mean values differ between deals with or without escrow contracts.

	Unlisted targets (943 observations)		Unlisted targets with an escrow contract (491 observations)		Unlisted targets without an escrow contract (452 observations)	
	<i>Mean</i>	<i>Median</i>	<i>Mean</i>	<i>Median</i>	<i>Mean</i>	<i>Median</i>
Target net sales (millions of \$)	42.9	48.7	32.7	38.4	57.6***	63.7***
Target book assets (millions of \$)	33.1	32.2	23.4	24.6	48.9***	43.9***
Deal value (millions of \$)	93.8	73.0	82.8	68.1	107.5***	80.0***
Relative size of target to acquirer	24.8%	18.4%	24.6%	17.8%	24.9%	18.9%*
Target return on assets	0.049	0.040	0.034	0.035	0.066***	0.040*
Target interest coverage	76.39	2.90	47.30	1.93	108.51***	3.89***

Table 2. Univariate relations between the use of an escrow contract and other deal characteristics

This table reports evidence on univariate relations between whether an escrow contract is included within an acquisition agreement and other deal characteristics.

Panel A. Comparison of other deal characteristics between deals with or without an escrow contract

A stock (asset) purchase transaction includes (does not include) the assumption of target liabilities. A dominant target shareholder is a target shareholder who owns at least 20% of the target's shares, but not all of its shares. A liability cap puts a cap on the amount that the bidder could sue the sellers for subsequent to the acquisition due to breaches of the representations and warranties in the acquisition agreement. ***, **, and * represent significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively, for chi-square tests corrected for continuity to determine whether proportions differ between deals with or without escrow contracts.

	Unlisted targets (943 observations)	Unlisted targets with an escrow contract (491 observations)	Unlisted targets without an escrow contract (452 observations)
Percent of deals that are stock purchase transactions	73.7%	80.0%	66.8%***
Percent of deals that are asset purchase transactions	26.3%	20.0%	33.2%***
Percent of deals for stand-alone private firm targets	60.3%	75.6%	43.8%***
Percent of deals for subsidiary targets	39.7%	24.4%	56.2%***
Percent of deals with a dominant target shareholder	36.8%	48.3%	24.1%***
Percent of deals with a liability cap	73.7%	85.3%	61.1%***
Percent of deals where payment is only stock	9.0%	11.2%	6.6%***
Percent of deals where payment is only cash	36.7%	31.8%	42.0%***
Percent of deals with an earnout contract	12.2%	13.8%	10.4%

Panel B. Comparison of the use of an escrow contract between deals with or without a particular deal characteristic

***, **, and * represent significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively, for chi-square tests corrected for continuity to determine whether proportions differ between deals with or without a particular deal characteristic.

	Percent of deals with characteristic in row that include an escrow contract	Percent of deals without characteristic in row that include an escrow contract
Stock purchase transaction	60.5%	43.5%***
Stand-alone private firm target	65.2%	32.1%***
Dominant target shareholder	68.5%	42.5%***
Use of a liability cap	60.3%	29.1%***
Payment is only stock	64.7%	50.8%**
Payment is only cash	45.1%	56.1%***
Use of an earnout contract	59.1%	52.1%

Table 3. Industry distribution of deals using escrow contracts and of all deals in the sample

This table reports the industry distribution of the deals in our sample that use an escrow contract and also the industry distribution of all the deals in our sample. Industry is defined as the acquirer's industry. Percentage values are reported.

Acquirer FF Ind. Code	Fama-French 49 industry name	Industry distribution of deals in the sample that use an escrow contract	Industry distribution of all deals in the sample
1	Agriculture	0.2	0.5
2	Food products	0.8	1.0
3	Candy and soda	0.2	0.1
4	Beer and liquor	0.0	0.1
5	Tobacco products	0.0	0.0
6	Toys and recreation	0.2	0.6
7	Entertainment	1.0	1.1
8	Printing and publishing	2.1	2.0
9	Consumer goods	0.8	1.1
10	Clothing and apparel	1.4	1.5
11	Healthcare	3.9	3.0
12	Medical equipment	3.5	3.0
13	Pharmaceutical products	3.7	4.9
14	Chemicals	0.8	1.4
15	Rubber and plastic products	1.0	1.3
16	Textiles	0.0	0.2
17	Construction materials	0.8	1.6
18	Construction	2.7	2.4
19	Steel works	1.7	1.4
20	Fabricated products	0.0	0.0
21	Machinery	2.9	2.2
22	Electrical equipment	1.4	1.9
23	Automobiles and trucks	1.2	1.1
24	Aircraft	1.0	0.9
25	Shipbuilding and railroad equipment	0.6	0.4
26	Defense	0.8	0.4
27	Precious metals	0.0	0.2
28	Non-metallic and industrial metal mining	0.0	0.1
29	Coal	0.2	0.1
30	Petroleum and natural gas	2.3	2.2
31	Utilities	0.2	0.6
32	Telecommunication	3.7	3.5
33	Personal services	1.7	1.2
34	Business services	10.3	10.5
35	Computers	2.9	2.5
36	Computer software	19.1	13.9
37	Electronic equipment	8.0	8.5

(continued on the next page)

(continued from the previous page)

Acquirer FF Ind. Code	Fama-French 49 industry name	Industry distribution of deals in the sample that use an escrow contract	Industry distribution of all deals in the sample
38	Measuring and control equipment	3.7	3.4
39	Business supplies	0.8	0.8
40	Shipping containers	0.0	0.2
41	Transportation	2.1	2.2
42	Wholesale	4.1	4.5
43	Retail	2.5	3.5
44	Restaurants, hotels, and motels	1.2	1.2
45	Banking	0.8	1.2
46	Insurance	0.6	1.5
47	Real estate	0.2	0.3
48	Financial trading	1.9	2.6
49	Other	0.8	1.3

Table 4. The likelihood that an escrow contract is included in an acquisition agreement

This table reports results from Probit models that examine the determinants of the likelihood that an escrow contract is included within an acquisition agreement, in which the dependent variable equals one if an escrow contract is used and zero otherwise. Model (1) is run using the full sample of unlisted target acquisition deals. Model (2) is run using only the acquisition deals for stand-alone private firm targets. Model (3) is run using only the acquisition deals for subsidiary targets. Top quintile target industry earnings volatility indicator is calculated by first determining for each public firm in Compustat the standard deviation of its ROA during the previous five years. Next, we calculate 4-digit SIC code industry-year median values and rank these values into quintiles. Low target industry analyst coverage indicator is calculated by first determining from the IBES dataset what is the number of distinct analysts that cover each 4-digit SIC industry in each year of our sample and then sorting industries into quintiles based on the number of distinct analysts that cover an industry and next coding an indicator variable for whether a target's industry is in the bottom four quintiles for the number of distinct analysts that cover it. Whether the bidder and target operate in different industries is determined using 4-digit SIC codes. Target accruals are calculated as (gross profit - operating profits)/book assets. Commercial and industrial loan rate spread is the average spread of commercial and industrial loan rates over the federal funds rate during the four quarters prior to the quarter of the deal completion date. The percentage of deals in the target's industry that included an escrow contract during the prior year is calculated using a target's Fama-French 49 industry and data from our sample of acquisition deals involving unlisted targets. We are unable to calculate a value for this variable during the first year in our sample period. The indicator variable for if during the prior year the bidder pays for an acquisition using a hybrid method of payment is as defined in SDC. This variable considers whether the bidder paid for an acquisition using a mix of cash and securities in the bidder during the prior year. Fama-French 49 industry (of the acquirer) fixed effects and year fixed effects are included in all the models. All other variables are as previously defined. All continuous variables are winsorized at the 1% level. Marginal effects are reported. The number of observations used for a particular model reflects the type of acquisition that is considered and our ability to construct the variables appearing in the model. T-statistics (in their absolute value) calculated using robust standard errors are in parentheses. ***, **, and * indicate significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

	<i>All unlisted targets</i> (1)	<i>Stand-alone private firm targets</i> (2)	<i>Subsidiary targets</i> (3)
Target is a stand-alone private firm	0.223*** (5.68)		
The acquisition is considered an asset sale	-0.017 (0.41)	-0.030 (0.47)	-0.003 (0.05)
Relative size of target to acquirer	0.019* (1.66)	0.021** (2.53)	0.008 (1.18)
Top quintile target industry earnings volatility indicator	0.009** (2.04)	0.086** (2.27)	0.108 (1.20)
Low target industry analyst coverage indicator	0.038* (1.79)	0.043* (1.87)	0.112** (2.12)
Target and acquirer are in different industries	0.016** (2.48)	0.041*** (2.95)	0.025 (0.43)
Target accruals	0.542** (2.15)	0.515* (1.71)	0.799* (1.82)
Target interest coverage (scaled by 1,000)	-0.079* (1.88)	-0.069** (2.00)	-0.031 (1.58)
Indicator for the presence of a target firm dominant shareholder	0.161*** (4.51)	0.125*** (2.95)	0.218*** (2.75)
Indicator for the use of a liability cap in the acquisition agreement	0.267*** (6.97)	0.312*** (5.53)	0.228*** (3.70)
Commercial and industrial loan rate spread	-0.005 (0.10)	-0.023 (0.36)	-0.073 (0.73)
Ln (Deal value)	-0.046*** (2.78)	-0.024 (1.06)	-0.073*** (2.72)
<u>Instruments</u>			
Percentage of deals in the target's industry that used an escrow contract during the prior year	0.208* (1.68)	0.426** (2.23)	0.046 (1.21)
The bidder uses a hybrid method of payment to pay for an acquisition in the prior year	0.012* (1.92)	0.010** (2.08)	0.047** (2.48)
Year Fixed Effects	Yes	Yes	Yes
Industry Fixed Effects	Yes	Yes	Yes
Observations	837	520	317
Pseudo R-squared	0.205	0.278	0.358

Table 5. The existence of an escrow contract and the time-to-completion of acquisition deals

This table presents multivariate analyses of the determinants of the time-to-completion of acquisition deals, defined as the number of days between the announcement of a preliminary acquisition agreement and the completion of the deal. All other variables are as previously defined. All continuous variables are winsorized at the 1% level. Models (1), (3), and (5) show OLS estimates, while Models (2), (4), and (6) show 2SLS estimates, where we instrument the escrow agreement indicator using respectively Models (1), (2), and (3) in Table 4. Fama-French 49 industry (of the acquirer) fixed effects and year fixed effects are included in all the models. The number of observations used for a particular model reflects the type of acquisition that is considered and our ability to construct the variables appearing in the model. T-statistics (in their absolute value) calculated using robust standard errors are in parentheses. ***, **, and * indicate significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

	<i>All unlisted targets</i>		<i>Stand-alone private firm targets</i>		<i>Subsidiary targets</i>	
	OLS (1)	2SLS (2)	OLS (3)	2SLS (4)	OLS (5)	2SLS (6)
Escrow agreement indicator	-20.385*** (2.68)		-18.714* (1.71)		-24.175** (1.99)	
Instrumented escrow agreement indicator		-53.841** (2.57)		-40.173** (2.58)		-21.001** (2.36)
Target is a stand-alone private firm	0.740 (0.08)	15.811 (0.74)				
The acquisition is considered an asset sale	0.835 (0.08)	0.874 (0.08)	0.097 (0.01)	2.414 (0.15)	10.601 (0.91)	8.838 (0.70)
Relative size of target to acquirer	3.286 (0.55)	5.677 (0.91)	3.997 (0.47)	6.273 (0.72)	-0.133 (0.01)	-3.071 (0.31)
Top quintile target industry earnings volatility indicator	6.866** (2.45)	8.904** (2.58)	15.416* (1.76)	18.900** (1.97)	-11.318 (0.78)	-14.321 (0.95)
Low target industry analyst coverage indicator	23.361** (2.32)	28.635*** (2.77)	36.011*** (2.87)	39.560*** (2.75)	0.768 (0.05)	2.102 (0.12)
Target and acquirer are in different industries	3.714*** (2.64)	0.803 (1.13)	-0.801 (0.13)	0.172 (0.03)	10.641* (1.82)	1.210 (0.70)
Target accruals	12.088 (0.39)	25.819 (0.41)	-23.223 (0.57)	-64.083 (1.04)	61.004 (1.04)	31.847 (0.47)
Target interest coverage (scaled by 1,000)	35.997 (0.91)	40.263 (0.89)	65.249 (0.91)	70.500 (0.93)	0.623 (0.06)	6.413 (0.42)
Indicator for the presence of a target firm dominant shareholder	-3.554 (0.54)	-2.950 (0.18)	-11.566 (1.38)	-16.647 (1.19)	7.439 (0.53)	-16.441 (0.90)
Indicator for the use of a liability cap in the acquisition agreement	8.968 (1.17)	18.447 (0.75)	11.587 (1.13)	-10.284 (0.45)	8.842 (0.78)	0.454 (0.02)
Commercial and industrial loan rate spread	6.572 (0.73)	9.397 (0.92)	27.010** (2.13)	31.554** (2.14)	-14.291 (0.98)	-7.426 (0.42)
Ln (Deal value)	11.238** (2.25)	8.420 (1.21)	5.916 (1.19)	6.505 (1.36)	21.079*** (3.19)	23.665*** (2.86)
Year Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	884	837	536	520	348	317
Adjusted R-squared	0.086	0.090	0.133	0.132	0.034	0.027

Table 6. Panel A. The existence of an escrow contract and the unlisted target price discount

This table presents multivariate analyses of the determinants of the unlisted target price discount. All variables are as previously defined. All continuous variables are winsorized at the 1% level. Models (1), (3) and (5) show OLS estimates, while Models (2), (4) and (6) show 2SLS estimates, where we instrument the escrow agreement indicator using respectively Models (1), (2), and (3) in Table 4. Fama-French 49 industry (of the acquirer) fixed effects and year fixed effects are included in all the models. The number of observations used for a particular model reflects the type of acquisition that is considered and our ability to construct the variables appearing in the model. T-statistics (in their absolute value) calculated using robust standard errors are in parentheses. ***, **, and * indicate significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

	<i>All unlisted targets</i>		<i>Stand-alone private firm targets</i>		<i>Subsidiary targets</i>	
	OLS (1)	2SLS (2)	OLS (3)	2SLS (4)	OLS (5)	2SLS (6)
Escrow agreement indicator	0.084** (2.30)		0.126** (2.35)		0.044* (1.65)	
Instrumented escrow agreement indicator		0.202*** (3.16)		0.228*** (3.28)		0.139*** (2.73)
Target is a stand-alone private firm	0.159*** (4.00)	0.197*** (3.82)				
The acquisition is considered an asset sale	0.025 (0.63)	0.029 (0.69)	0.121* (1.94)	0.141** (2.16)	-0.019 (0.34)	-0.009 (0.16)
Relative size of target to acquirer	-0.051*** (2.72)	-0.040** (2.26)	0.012 (0.18)	0.019 (0.29)	-0.093*** (2.84)	-0.069* (1.79)
Top quintile target industry earnings volatility indicator	0.121** (1.99)	0.133** (2.15)	0.187** (2.10)	0.177** (1.97)	0.060 (0.67)	0.062 (0.62)
Low target industry analyst coverage indicator	-0.133* (1.93)	-0.130* (1.81)	-0.066 (0.70)	-0.096 (1.00)	-0.203* (1.84)	-0.222* (1.75)
Target and acquirer are in different industries	0.070* (1.92)	0.061 (1.60)	0.050 (0.95)	0.039 (0.71)	0.088** (2.47)	0.056* (1.86)
Method of payment is only cash	-0.011 (0.29)	-0.014 (0.38)	-0.038 (1.63)	-0.039 (1.61)	0.028 (0.52)	0.020 (0.35)
Commercial and industrial loan rate spread	-0.019 (0.33)	-0.019 (0.33)	-0.019 (0.24)	-0.046 (0.56)	-0.013 (0.15)	0.019 (0.19)
Ln (Deal value)	0.042** (2.23)	0.039* (1.85)	0.044 (1.52)	0.039 (1.32)	0.046* (1.76)	0.060* (1.88)
Year Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	889	825	530	508	359	317
Adjusted R-squared	0.218	0.226	0.179	0.191	0.225	0.264

Table 6. Panel B. Cross-sectional variation in the association between the existence of an escrow contract and the unlisted target price discount

This table presents multivariate analyses of the determinants of the unlisted target price discount using the full sample of unlisted targets. We include interactions of (i) the escrow agreement indicator and (ii) the instrumented escrow agreement indicator calculated from Model (1) in Table 4 with (a) an indicator for if the target is a stand-alone private firm, or (b) the demeaned relative size of target to acquirer, or (c) if the target's industry has high earnings volatility (as previously defined), or (d) if the target's industry has low analyst coverage (as previously defined). All continuous variables are winsorized at the 1% level. Fama-French 49 industry (of the acquirer) fixed effects and year fixed effects are included in all the models. The number of observations used for a particular model reflects the type of acquisition that is considered and our ability to construct the variables appearing in the model. T-statistics (in their absolute value) calculated using robust standard errors are in parentheses. ***, **, and * indicate significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

	OLS (1)	2SLS (2)	OLS (3)	2SLS (4)	OLS (5)	2SLS (6)	OLS (7)	2SLS (8)
Escrow agreement indicator	0.079** (2.52)		0.066 (1.56)		0.087** (2.26)		0.089** (2.35)	
Instrumented escrow agreement indicator		0.153* (1.68)		0.161* (1.73)		0.150* (1.65)		0.159 (1.48)
Target is a stand-alone private firm * escrow agreement indicator	0.011** (2.15)							
Target is a stand-alone private firm * instrumented escrow agreement indicator		0.041** (2.38)						
Demeaned relative size of target to acquirer * escrow agreement indicator			0.041** (2.18)					
Demeaned relative size of target to acquirer * instrumented escrow agreement indicator				0.016* (1.69)				
Top quintile target industry earnings volatility indicator * escrow agreement indicator					0.008 (1.09)			
Top quintile target industry earnings volatility indicator * instrumented escrow agreement indicator						0.016* (1.83)		
Low target industry analyst coverage indicator * escrow agreement indicator							0.027** (2.26)	
Low target industry analyst coverage indicator * instrumented escrow agreement indicator								0.044** (2.05)

(continued on next page)

(continued from previous page)

	OLS	2SLS	OLS	2SLS	OLS	2SLS	OLS	2SLS
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Target is a stand-alone private firm	0.154*** (3.00)	0.282*** (2.84)	0.161*** (4.05)	0.198*** (3.83)	0.159*** (4.02)	0.195*** (3.77)	0.161*** (4.01)	0.194*** (3.79)
The acquisition is considered an asset sale	0.025 (0.63)	0.030 (0.72)	0.027 (0.67)	0.031 (0.74)	0.025 (0.63)	0.031 (0.73)	0.025 (0.62)	0.027 (0.65)
Demeaned relative size of target to acquirer	-0.051* (1.73)	-0.039 (1.23)	-0.065* (1.73)	-0.109** (2.20)	-0.051* (1.72)	-0.041 (1.29)	-0.051* (1.72)	-0.035 (1.11)
Top quintile target industry earnings volatility indicator	-0.121** (2.00)	-0.135** (2.18)	-0.123** (2.03)	-0.138** (2.20)	-0.125* (1.68)	-0.044 (0.37)	-0.120** (1.99)	-0.132** (2.15)
Low target industry analyst coverage indicator	-0.132* (1.91)	-0.129* (1.80)	-0.132* (1.91)	-0.127* (1.77)	-0.132* (1.92)	-0.131* (1.84)	-0.146* (1.70)	-0.384*** (2.71)
Target and acquirer are in different industries	0.071* (1.93)	0.062 (1.63)	0.071* (1.93)	0.059 (1.55)	0.071* (1.94)	0.059 (1.55)	0.071* (1.94)	0.069* (1.84)
Method of payment is only cash	-0.010 (0.28)	-0.014 (0.36)	-0.009 (0.26)	-0.012 (0.30)	-0.010 (0.28)	-0.014 (0.37)	-0.011 (0.29)	-0.011 (0.28)
Commercial and industrial loan rate spread	-0.019 (0.35)	-0.023 (0.40)	-0.020 (0.35)	-0.016 (0.29)	-0.020 (0.35)	-0.017 (0.30)	-0.020 (0.36)	-0.020 (0.35)
Ln (Deal value)	0.043** (2.38)	0.043** (2.09)	0.043** (2.37)	0.039* (1.92)	0.043** (2.38)	0.041** (2.02)	0.043** (2.38)	0.037* (1.85)
Year Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	889	825	889	825	889	825	889	825
Adjusted R-squared	0.217	0.229	0.218	0.230	0.217	0.228	0.218	0.234

Table 7. Panel A. The existence of an escrow contract and bidder acquisition announcement returns

This table presents multivariate analyses of the determinants of bidder acquisition announcement returns. The dependent variable is the cumulative abnormal announcement return for the acquirer starting -1 and ending +1 trading days around the day of the acquisition deal announcement. All other variables are as previously defined. All continuous variables are winsorized at the 1% level. Models (1), (3) and (5) show OLS estimates, while Models (2), (4) and (6) show 2SLS estimates, where we instrument the escrow agreement indicator using respectively Models (1), (2), and (3) in Table 4. Fama-French 49 industry (of the acquirer) fixed effects and year fixed effects are included in all the models. The number of observations used for a particular model reflects the type of acquisition that is considered and our ability to construct the variables appearing in the model. T-statistics (in their absolute value) calculated using robust standard errors are in parentheses. ***, **, and * indicate significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

	<i>All unlisted targets</i>		<i>Stand-alone private firm targets</i>		<i>Subsidiary targets</i>	
	OLS	2SLS	OLS	2SLS	OLS	2SLS
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Escrow agreement indicator	0.014* (1.92)		0.016** (1.96)		0.014* (1.80)	
Instrumented escrow agreement indicator		0.033* (1.85)		0.037** (1.94)		0.019 (1.57)
Target is a stand-alone private firm	0.002 (0.26)	-0.008 (0.83)				
The acquisition is considered an asset sale	0.006 (0.79)	0.009 (1.09)	-0.015 (1.34)	-0.014 (1.01)	0.023** (2.13)	0.034** (2.81)
Relative size of target to acquirer	0.012 (1.55)	0.020** (2.04)	0.022* (1.77)	0.024** (1.97)	0.005 (0.44)	0.020 (1.18)
Top quintile target industry earnings volatility indicator	-0.015 (1.28)	-0.017 (1.34)	-0.026* (1.71)	-0.025* (1.83)	-0.006 (0.36)	-0.009 (0.46)
Low target industry analyst coverage indicator	-0.005 (0.48)	-0.001 (0.05)	-0.014 (0.96)	-0.001 (0.08)	-0.004 (0.21)	-0.021 (0.93)
Target and acquirer are in different industries	-0.006* (1.79)	-0.009** (2.24)	-0.010** (2.03)	-0.012** (2.15)	-0.001 (1.05)	-0.004 (1.36)
Method of payment is only cash	0.006 (0.88)	0.001 (0.08)	0.009 (0.95)	0.011 (0.09)	0.002 (0.15)	0.001 (0.07)
Method of payment is only stock	0.038** (2.29)	0.041** (2.33)	0.046** (2.38)	0.049** (2.51)	-0.006 (0.01)	-0.020 (0.57)
Commercial and industrial loan rate spread	0.009 (1.08)	0.015 (1.48)	0.001 (0.02)	0.012 (0.85)	0.015 (1.01)	0.026 (1.29)
Log(Market value of acquirer assets)	-0.004 (1.20)	-0.006 (1.41)	-0.005 (0.91)	-0.007 (1.19)	-0.002 (0.42)	-0.001 (0.26)
Year Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	844	783	504	483	340	300
Adjusted R-squared	0.019	0.011	0.047	0.040	-0.013	-0.014

Table 7. Panel B. Cross-sectional variation in the association between the existence of an escrow contract and bidder acquisition announcement returns

This table presents multivariate analyses of the determinants of bidder acquisition announcement returns using the full sample of unlisted targets. We include interactions of (i) the escrow agreement indicator and (ii) the instrumented escrow agreement indicator calculated from Model (1) in Table 4 with (a) an indicator for if the target is a stand-alone private firm, or (b) the demeaned relative size of target to acquirer, or (c) if the target's industry has high earnings volatility (as previously defined), or (d) if the target's industry has low analyst coverage (as previously defined). All continuous variables are winsorized at the 1% level. Fama-French 49 industry (of the acquirer) fixed effects and year fixed effects are included in all the models. The number of observations used for a particular model reflects the type of acquisition that is considered and our ability to construct the variables appearing in the model. T-statistics (in their absolute value) calculated using robust standard errors are in parentheses. ***, **, and * indicate significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

	OLS (1)	2SLS (2)	OLS (3)	2SLS (4)	OLS (5)	2SLS (6)	OLS (7)	2SLS (8)
Escrow agreement indicator	0.007* (1.67)		0.009 (1.00)		0.013* (1.76)		0.011 (1.38)	
Instrumented escrow agreement indicator		0.022* (1.80)		0.025* (1.68)		0.021* (1.72)		0.029** (1.96)
Target is a stand-alone private firm * escrow agreement indicator	0.012* (1.73)							
Target is a stand-alone private firm * instrumented escrow agreement indicator		0.019* (1.65)						
Demeaned relative size of target to acquirer * escrow agreement indicator			0.009*** (2.62)					
Demeaned relative size of target to acquirer * instrumented escrow agreement indicator				0.005* (1.70)				
Top quintile target industry earnings volatility indicator * escrow agreement indicator					0.002** (2.12)			
Top quintile target industry earnings volatility indicator * instrumented escrow agreement indicator						0.024 (1.37)		
Low target industry analyst coverage indicator * escrow agreement indicator							0.014* (1.81)	
Low target industry analyst coverage indicator * instrumented escrow agreement indicator								0.018 (1.16)
<i>(continued on next page)</i>								

(continued from previous page)

	OLS (1)	2SLS (2)	OLS (3)	2SLS (4)	OLS (5)	2SLS (6)	OLS (7)	2SLS (8)
Target is a stand-alone private firm	0.004 (0.43)	0.002 (0.12)	0.002 (0.28)	-0.007 (0.70)	0.002 (0.25)	-0.007 (0.70)	0.002 (0.22)	-0.008 (0.76)
The acquisition is considered an asset sale	0.006 (0.80)	0.009 (1.20)	0.006 (0.80)	0.009 (1.16)	0.006 (0.78)	0.008 (0.99)	0.006 (0.79)	0.009 (1.14)
Demeaned relative size of target to acquirer	0.012 (1.55)	0.021** (2.07)	0.008 (0.84)	0.002 (0.13)	0.012 (1.55)	0.021** (2.12)	0.012 (1.51)	0.021** (2.13)
Top quintile target industry earnings volatility indicator	-0.015 (1.30)	-0.018 (1.20)	-0.015 (1.30)	-0.018 (1.18)	-0.016 (1.03)	0.026 (0.94)	-0.015 (1.24)	-0.018 (1.18)
Low target industry analyst coverage indicator	-0.006 (0.50)	-0.002 (0.13)	-0.005 (0.48)	-0.002 (0.17)	-0.005 (0.48)	-0.003 (0.19)	0.003 (0.20)	-0.028 (0.98)
Target and acquirer are in different industries	-0.006* (1.80)	-0.009** (2.21)	-0.006* (1.80)	-0.009** (2.26)	-0.005* (1.79)	-0.009** (2.18)	-0.005* (1.79)	-0.009** (2.23)
Method of payment is only cash	0.006 (0.87)	0.002 (0.27)	0.006 (0.95)	0.003 (0.34)	0.006 (0.87)	0.002 (0.21)	0.006 (0.84)	0.003 (0.32)
Method of payment is only stock	0.038** (2.31)	0.040** (2.30)	0.038** (2.31)	0.039** (2.21)	0.038** (2.28)	0.039** (2.20)	0.037** (2.25)	0.040** (2.21)
Commercial and industrial loan rate spread	0.009 (1.08)	0.016 (1.51)	0.009 (1.09)	0.016 (1.55)	0.009 (1.08)	0.015 (1.49)	0.009 (1.10)	0.016 (1.52)
Log(Market value of acquirer assets)	-0.004 (1.17)	-0.005 (1.35)	-0.004 (1.20)	-0.005 (1.30)	-0.004 (1.20)	-0.006 (1.45)	-0.004 (1.21)	-0.005 (1.40)
Year Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	844	783	844	783	844	783	844	783
Adjusted R-squared	0.018	0.010	0.018	0.013	0.017	0.014	0.018	0.012

Mergers and Acquisitions

THE MONTHLY TAX JOURNAL

ARTICLES

Contingent Consideration: The Taxation of Earnouts and Escrows
by James C. Koenig and Craig M. Boise 3

After the Spin: Preserving Tax-Free Treatment Under Section 355
by Herbert N. Beller and Lori E. Harwell 18

NOTES FROM THE EDITORS 1

COLUMNS

CORPORATE LAW DEVELOPMENTS

by Lisa Kelloway and Brenda Zent 34

ESSENTIAL M&A ACCOUNTING

by Robert Feinschreiber and Margaret Kent 38



A PANEL PUBLICATION

A DIVISION OF ASPEN PUBLISHERS, INC.

CONTINGENT CONSIDERATION: THE TAXATION OF EARNOUTS AND ESCROWS

BY JAMES C. KOENIG AND CRAIG M. BOISE

The past several years have seen a significant ongoing trend toward greater use of "earnouts" in both stock and asset transactions. Earnouts have proven to be a valuable device for permitting a buyer and seller to reach agreement on a sale when the parties cannot agree on price. Under an earnout arrangement, part or all of the purchase price is contingent on the future financial performance of the target company or business. The buyer pays the agreed earnout amount, if at all, in years subsequent to the sale upon satisfaction of the contingency.

For example, an earnout on an asset sale might provide that in addition to the \$20 million cash paid at closing, the buyer will pay the seller \$1 million for each \$5 million of operating income generated by the acquired business during the five-year period immediately following the sale. Payment of an earnout might be contingent on any number of future events, including exceeding a specified gross revenue; net income; earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization (EBITDA); or production amount.

This article addresses the tax consequences to sellers of earnout arrangements in a taxable sale. The tax consequences resulting from an election by the seller to treat the sale under the installment method are discussed first, followed by a discussion of the tax consequences when the seller elects out of the installment method. Examples are included to amplify the tax rules discussed.

Along with earnouts, arrangements in which a portion of the purchase price is placed in escrow

have long been a common feature of both stock and asset transactions. This article discusses the tax consequences to the seller of an escrow arrangement. A threshold issue is whether the seller must immediately realize as sales proceeds the amount placed in escrow. When immediate income realization is not required, the tax rules applying to earnouts are implicated.

INSTALLMENT SALES

Before addressing the treatment of contingent payments under the installment method, it will be helpful to review the rudiments of the installment method. An installment sale is any disposition of property in which at least one payment is to be received after the close of the taxable year in which the disposition occurs.¹ To qualify as an installment sale, the disposition does not require the existence of a promissory note or even multiple payments. A disposition of property that calls for even a single payment to be made in the succeeding year qualifies as an installment sale under the Code.

Qualifying Dispositions

As an initial matter, it is important to identify whether a particular disposition is an installment sale because the Code imposes the installment method of reporting on all dispositions that qualify as installment sales. A property transfer or need not elect *into* the installment method of reporting; rather, installment reporting is the default rule for all installment sales. If none of the exceptions to installment reporting discussed below is applicable, an election *out* of the installment method is required to avoid its application.² Whether electing out of installment reporting will be advantageous in a particular situation is discussed in detail below.

James C. Koenig and Craig M. Boise are attorneys at Thompson Hine LLP in Cleveland, Ohio, specializing in mergers, acquisitions and joint ventures.

Not every disposition of property satisfying the definition of an installment sale is eligible for installment reporting. A property disposition may be excluded from installment reporting based on the type of property sold. For example, sales of inventory are excluded from the installment method, as are dispositions of both real and personal property by persons who regularly sell such property.³ Likewise, dispositions of depreciable property between related persons are ineligible for installment reporting unless it is established to the satisfaction of the IRS that tax avoidance is not a principal purpose of the disposition.⁴

Interest Charge and Pledging Rules

In addition to the exclusion of certain property dispositions from installment reporting, the Code imposes an interest charge on the tax that is deferred as a result of using installment reporting for certain dispositions of property.⁵ Such dispositions also are subject to pledging rules, which treat the proceeds of a loan secured by an installment obligation as a payment received on the installment obligation.⁶ Generally, the interest charge and pledging rules apply to a disposition (or series of dispositions) of property if the sales price of the property exceeds \$150,000. The interest charge, however, applies only if the total face amount of all installment obligations arising during and outstanding at the close of the taxable year exceeds \$5 million.⁷

Installment Sale Repeal

For a brief period in 1999 and 2000, installment reporting was not available for certain additional types of taxpayers. As part of the Ticket to Work and Work Incentives Improvement Act, Congress repealed the use of the installment method for accrual-basis taxpayers effective for dispositions occurring on or after December 17, 1999. The repeal was widely criticized both for its complexity and its harsh effect on small business owners, and the repeal was itself retroactively repealed by the Installment Tax Correction Act of 2000. Taxpayers that filed tax returns reflecting the full amount of gain on asset sales that occurred during the period in which the repeal was in effect may be

entitled to a refund. The procedure for amending such returns is described in Notice 2001-22.⁸

THE INSTALLMENT METHOD

A taxpayer using the installment method is permitted to recognize taxable gain on a disposition of property as installment payments are received, rather than all at once in the year the disposition occurs. Thus, a taxpayer is not required to pay tax in the year of sale on amounts that will not be received for several years. This result is accomplished by first determining the "gross profit ratio" for the sale. The gross profit ratio is a fraction, the numerator of which is the total amount of profit that ultimately will be realized on the disposition, and the denominator of which is the total price of the property under the sale contract.⁹ Each installment payment received by the seller is multiplied by the gross profit ratio to determine the amount of gain recognized with respect to that installment.

Example 1. ABC Inc. sells business assets having an adjusted tax basis of \$1 million for \$1 million in cash at closing, and payments of \$1.5 million on the first and second anniversaries of the closing. The total purchase price is \$4 million and the gross profit ratio is $3/4$ ($((\$4,000,000 \text{ total purchase price} - \$1,000,000 \text{ adjusted tax basis}) \div \$4,000,000 \text{ total purchase price})$). If the disposition qualifies as an installment sale, ABC Inc. will recognize \$750,000 of its \$3 million of gain in the year of closing ($\$1,000,000 \times 3/4$), and \$1,125,000 in each of the first and second years after closing ($\$1,500,000 \times 3/4$).

Absent the installment method, ABC Inc. would have recognized \$3 million of gain in the year of closing. With a 35 percent tax rate, ABC Inc. would have owed tax of \$1.05 million on the disposition in the year of closing, even though ABC Inc. received only \$1 million in sale proceeds that year with which to pay the tax.

Contingent Payments Under the Installment Method

Unless a seller elects out of installment reporting, the installment sale rules apply, even when the disposition of property involves one or more contingent payments. By definition, an earnout

arrangement involves the receipt of contingent payments. Contingent payments may be contingent on earnings, production, sales, or even the number of "hits" registered by a Web site.

It is often difficult to determine the total sales price of the property for purposes of calculating the seller's gross profit ratio when a property disposition involves contingent payments. Accordingly, a property disposition reported on the installment method that is a "contingent payment sale" is subject to special rules.¹⁰ For these purposes, the regulations define a contingent payment sale as a sale of property in which the aggregate selling price cannot be determined by the close of the taxable year in the which the sale occurs.

The installment regulations divide such sales into three categories:

1. Sales with a stated maximum selling price;
2. Sales with a fixed period; and
3. Sales with neither a stated maximum selling price nor a fixed period.¹¹

Different rules apply to each category of contingent payment sale for purposes of determining the selling price to be used in calculating the gross profit ratio.

Sales With a Stated Maximum Selling Price. When a stated maximum selling price in a transaction can be determined, that price is used in applying the installment reporting method. For these purposes, the stated maximum selling price is the price determined by assuming that all contingencies will be met or otherwise resolved in a manner that maximizes the payments to the seller and accelerates such payments to the earliest date or dates permitted under the purchase agreement. The stated maximum selling price is treated as the selling price unless and until that amount is subsequently reduced by the terms of the original purchase agreement, a subsequent amendment of the agreement, or a similar occurrence. The gross profit ratio is recomputed for payments received in or after the taxable year of such reduction if the stated maximum selling price is reduced.¹²

Example 2. The facts are the same as those in Example 1, except that the payments of \$1.5 million on the first and second anniversaries of the closing are contingent on the business assets sold by ABC Inc. generating gross revenues of \$10 million and \$15 million, respectively, during the first and second years following the closing. A stated maximum selling price can be determined for this arrangement by assuming the business assets will produce the gross revenues required to trigger the \$1.5 million payments on the first and second anniversaries of the closing. The stated maximum selling price, then, is \$4 million (\$1,000,000 cash paid at closing + two payments of \$1,500,000). As in Example 1, the gross profit ratio is $3/4$ and ABC Inc. will recognize \$750,000 of its \$3 million of gain in the year of closing ($\$1,000,000 \times 3/4$). ABC Inc. will also recognize \$1,125,000 in each of the first and second years after closing ($\$1,500,000 \times 3/4$) if ABC Inc. actually receives the contingent payments.

As is discussed in greater detail below, however, including the maximum potential consideration in the denominator of the gross profit ratio may lead to inappropriate acceleration of gain recognition when contingent payments are ultimately not received or are less than the maximum consideration provided for in the purchase agreement.

Sales With a Fixed Period. If a stated maximum selling price cannot be determined but the purchase agreement fixes a maximum period over which payments may be received, the seller must recover basis ratably over the fixed period.¹³ In some cases, the amount of each payment to be received may be based on a formula that is not the same for each year. In that event, the amount of basis recovered each year is to be based on that formula as long as the payments to be received are likely to accord with the formula.

Example 3. The facts are the same as those in Example 1 except that no payment is made at closing. The purchase agreement provides that the payments on the first and second anniversaries of the closing will be equal to 20 percent and 30 percent, respectively, of the gross revenues earned during the first and second years following the closing. Because the parties cannot determine the stated maximum selling price, ABC Inc. must

recover its \$1 million basis ratably in the first and second years after closing. Based on the gross revenue percentages provided in the purchase agreement, ABC Inc. will receive 40 percent ($20\% \div 50\%$) of the total contingent payments on the first anniversary of the closing, and 60 percent ($30\% \div 50\%$) of the total contingent payments on the second anniversary of the closing. If gross revenues for each year are \$10 million, the first and second anniversary payments will be \$2 million and \$3 million, respectively. Of ABC Inc.'s \$1 million basis, 40 percent (\$400,000) will be recovered in year one and 60 percent (\$600,000) will be recovered in year two. Thus, ABC Inc. will recognize gain of \$1.6 million (\$2,000,000 payment - \$400,000 basis) in year one and \$2.4 million (\$3,000,000 payment - \$600,000 basis) in year two.

In some circumstances, the payment actually received in a taxable year may be less than the amount of basis that should be recovered in that year under the fixed period method. In that event, the taxpayer generally does not recognize a loss. Rather, any excess unrecovered basis is carried forward to the next succeeding taxable year.¹⁴ The regulations, however, do permit the taxpayer to recognize a loss under the fixed period method if the year in which such a payment is received is the final year in which a payment will be received under the purchase agreement. Strangely, the stated maximum selling price rules contain no such loss deduction provision.

Example 4. The facts are the same as those in Example 3, except that the assets sold by ABC Inc. produce gross revenues of only \$1.75 million in year one. Accordingly, ABC Inc. receives a payment of \$350,000 ($20\% \times \$1,750,000$) on the first anniversary of the closing. ABC Inc. recognizes no gain for the first year since the amount received (\$350,000) is less than the amount of basis allocated to that year (\$400,000). The \$50,000 of excess basis is recovered in year two. If ABC Inc. received no payment in the second year following the closing, it would be entitled to a loss deduction for the \$50,000 of unrecovered basis.

Sales With Neither a Stated Maximum Selling Price nor a Fixed Period. The purchase agreement might provide for neither a stated maximum selling price nor a fixed period over which payments may be received. In that event, the IRS will closely scrutinize the arrangement to determine whether a sale has actually occurred, or whether the seller is receiving payments in the nature of rents or royalties. If a sale has occurred, the seller generally must recover its basis in equal annual installments over a period of 15 years.¹⁵

Potential Distortions Under the Installment Method

The stated maximum selling price rules described above may produce anomalous outcomes, depending on the terms of the earnout arrangement.

Acceleration of Gain Recognition. In particular, when contingent payment amounts are high, but the likelihood of receiving the full amount of the payments is not great, the stated maximum selling price rules may inappropriately accelerate recognition of gain or create timing and character issues.

Example 5. As in Example 1, ABC Inc. sells business assets having an adjusted tax basis of \$1 million. The nature of the business is such that the gross revenues that the assets can be expected to produce are speculative and thus the value of the assets is difficult to determine. To address this difficulty, the parties agree that ABC Inc. will receive contingent payments on the first and second anniversaries of closing equal to 20 percent of gross revenues for each of the first and second years following closing, with each payment capped at \$5 million. ABC Inc. believes there is a less than 15 percent chance that it will receive the full \$10 million of potential consideration.

In this case, the stated maximum selling price method applies. The stated maximum selling price is \$10 million, the gross profit is \$9 million (\$10,000,000 - \$1,000,000 basis) and the gross profit ratio is 90 percent ($\$9,000,000 \div \$10,000,000$). If ABC Inc. received \$1 million on the first anniversary of closing and \$4 million on the second anniversary of closing, its gain in the first year

would be \$900,000. On the other hand, if the \$5 million ultimately received by ABC Inc. were used as the stated maximum selling price rather than \$10 million, the gross profit would have been \$4 million and the gross profit ratio would have been 80 percent ($\$4,000,000 \div \$5,000,000$). As a result, ABC Inc. would have recognized gain of only \$800,000 in the first year. In other words, under the installment method rules for contingent payments ABC Inc. would have paid \$40,000 more in federal income tax in the first year than was appropriate, assuming a 40 percent corporate tax rate ($\$100,000$ excess gain recognized $\times$ 40%).

Failure to Receive Contingent Payments. Another difficulty may arise when gain is recognized in the early years of an installment sale but one or more contingent payments ultimately is not received. In such cases, a seller may be left with a significant loss and little guidance on the deductibility, timing, or character of the loss.

Example 6. The facts are the same as those in Example 2, except that in year two the business assets do not generate gross revenues of \$15 million, and ABC Inc. does not receive the second payment. Thus, the selling price is \$2.5 million (\$1,000,000 received at closing + \$1,500,000 received in year one) and the total gain on the sale is \$1.5 million ($\$2,500,000 - \$1,000,000$ adjusted tax basis). Unfortunately, ABC Inc. has already recognized gain of \$1,875,000 prior to year two ($\$750,000$ in the year of sale + $\$1,125,000$ in year one), which recognition results in an aggregate tax overpayment of \$150,000 ($\$375,000$ excess gain recognized $\times$ 40%). Moreover, the recomputation of the gross profit ratio contemplated by the regulations does not help ABC Inc. in this situation, since ABC Inc. will receive no payments "in or after" the taxable year of the selling price reduction. Presumably, ABC Inc. would be entitled to a loss deduction of \$375,000 ($\$1,875,000$ gain recognized - $\$1,500,000$ gain realized) however, the temporary regulations address neither the availability nor the character of a loss incurred in these circumstances.

Regulatory Relief for Distortions

The temporary regulations attempt to provide some relief for such distortions. The taxpayer may

use an alternative method of basis recovery if application of the contingent payment installment rules causes "substantial" inappropriate acceleration or deferral of basis recovery. To do so, however, a taxpayer must obtain a ruling from the IRS, and the cost and delay involved in obtaining such a ruling frequently make this approach impractical. Moreover, a ruling will not be granted unless the taxpayer can show that the alternative method is both reasonable and likely to result in the taxpayer's recovering basis at a rate twice as fast as would occur under the method prescribed by the regulations.¹⁶

The taxpayer also may use an alternative "income forecast method" of basis recovery for sales of certain types of property when the contingent payments are based on receipts or units produced by or from the property. This method, however, generally is available only for sales of depreciable property eligible for depreciation on the income forecast method or property of a type normally eligible for cost depletion in which total future production must be estimated.¹⁷ Such property includes mineral property, motion picture and television films, and taped television shows. A taxpayer must request a ruling from the IRS to use the income forecast method for other types of property. Again, the cost and delay involved in obtaining a ruling may make this alternative unattractive.

The following section discusses how the distortions described above might be mitigated if ABC Inc. elected out of installment reporting.

ELECTION OUT OF INSTALLMENT REPORTING

In some circumstances, it may be advantageous for a taxpayer to elect not to report an asset sale on the installment method. A taxpayer electing out of installment reporting is required to report the entire amount of gain in the year of sale and is therefore subject to the general gain-recognition rules of Code Section 1001.¹⁸

The first step in the analysis is to determine the amount realized on the sale. The regulations provide that when a debt instrument is issued in exchange for property, and the income from the

exchange is not reported on the installment method, the amount realized that is attributable to the debt instrument equals the lesser of the following:

1. The sum of all noncontingent principal payments; and
2. The sum of the present values of all noncontingent payments (including payments of stated interest) *plus* the fair market value of the contingent payments payable on the debt instrument (i.e., the earnout).¹⁹

An earnout typically is used when the assets being sold are difficult to value. Thus, valuing the earnout—itsself a proxy for asset value—may present a significant obstacle. A seller generally has four options in this regard.

Valuation Options

First, the parties may simply hire an appraiser to value the earnout. Although a qualified appraiser generally can arrive at some value for the earnout based on the value of the assets being sold, the parties to the transaction may be reluctant to incur the cost of an appraisal. This is frequently the case when the size of the transaction is small.

Second, the parties may attempt to place an agreed-upon value on the seller's right to receive the contingent payments provided for in the purchase agreement. The use of an earnout, however, indicates that the parties cannot agree on a specified value for the property. Thus, it is not likely that the parties will be able to reach agreement on the value of the seller's right to receive the contingent payments. However, an agreement between the parties will lend some support to the valuation if it is challenged by the IRS.

Third, in the absence of an agreement by the parties, the seller may unilaterally fix the value of the earnout based on its perception of the likelihood of receiving any future payments. When the contingent payments are highly speculative, this value may be very low. In some cases, the value may be based on the numerical probability that the seller will receive all or some part of the contingent payments. For example, if the seller

believes there is a 20 percent likelihood that it will receive a \$1 million contingent payment, an appropriate value for that payment might be \$200,000.

Fourth, the seller may decide that the likelihood of receiving the payments is so remote or the amount of the payments is so speculative that they should be valued at zero. A seller choosing this option will not report any gain with respect to the contingent payments until the payments are actually received. Payments received by the seller are first applied to recovery of basis. After basis is fully recovered, subsequent payments are treated, in their entirety, as income. Because the transaction is not deemed closed for tax purposes until all contingencies are finally resolved, this approach is referred to as the "open transaction doctrine." The regulations state that this approach is appropriate only in those "rare and extraordinary cases" in which the fair market value of the contingent payments is not reasonably ascertainable.²⁰

Example 7. The facts are the same as those in Example 5, except that ABC Inc. elects not to report the sale of assets on the installment method. ABC Inc.'s gain in the year of closing will be the amount realized on the sale less its \$1 million adjusted tax basis in the assets. Because of the size of the transaction, ABC Inc. elects not to obtain an appraisal of the assets. Instead, ABC Inc. chooses to unilaterally value its right to receive contingent payments. Based on its conclusion that there is a 15 percent chance that it will receive the full \$10 million of potential consideration, ABC Inc. values the contingent payments at \$1.5 million. Thus, ABC Inc. must report \$500,000 of gain in the year of the sale (\$1,500,000 amount realized - \$1,000,000 adjusted tax basis). By contrast, ABC Inc. would have reported \$900,000 of gain in the year of sale under the installment method.

A seller in the situation described in Example 6, also might benefit from electing out of the installment method.

Example 8. The facts are the same as those in Example 6, except that ABC Inc. elects out of installment reporting and values the \$3 million in contingent payments to be received in years one and two at \$1 million. In the year of closing, ABC Inc. will

recognize gain of \$1 million (\$1,000,000 cash at closing + \$1,000,000 value of contingent payments - \$1,000,000 adjusted tax basis) and pay tax on that gain of \$400,000. This is in contrast to the \$300,000 of tax that ABC Inc. would have paid in the year of closing under the installment method. By electing out of the installment method, ABC Inc. will pay \$100,000 more in taxes in the year of closing, but on these facts would avoid the \$150,000 overpayment of tax described in Example 6. A variety of factors must be taken into consideration in determining which option ABC Inc. should choose, including ABC Inc.'s cost of funds, its need for cash, and whether or not it has net operating losses.

Flexibility in Valuation

The extent of the difference in the amount of gain reported with or without the installment method ultimately hinges on the value placed on the contingent payments and thus on which of the above valuation options is selected. It is critical that whatever value is used be supportable. Nevertheless, whereas installment reporting requires the assumption that all contingent payments will ultimately be made, electing out of installment reporting permits a taxpayer the flexibility to value contingent payments based on all the circumstances surrounding the payments.

IMPUTED INTEREST

Certain Code provisions add an additional layer of complexity to the tax treatment of contingent payments by requiring the holder of a debt instrument to include in its income any "imputed interest" attributable to the instrument. Under Code Section 1274, interest may be imputed on a non-publicly traded debt instrument issued in exchange for non-publicly traded property unless the instrument provides for interest at a rate at least equal to the "applicable federal rate" (AFR) as published from time to time by the IRS.²¹ For purposes of this provision, a debt instrument includes a bond, debenture, note, certificate, or other evidence of indebtedness if some or all of the payments under the instrument are due more than six months after the date of the sale or exchange.²² Because even a simple contractual obligation to make future pay-

ments is an evidence of indebtedness, a purchase agreement providing for a payment to be made more than six months after the sale should provide for adequate stated interest. Otherwise, a part of each payment received by the seller will be recharacterized as interest and taxed as ordinary income rather than capital gain.²³

Interest also may be imputed on sales contracts under Code Section 483. Since enactment of Code Section 1274, however, Code Section 483 applies only in limited cases such as an individual's sale of his or her principal residence, sale of farm or small business for \$1 million or less, sales of property when payments total \$250,000 or less, and certain sales of land between related persons.²⁴

Determining the Imputed Interest Amount

The amount of interest imputed on a debt instrument under the rules of Code Section 1274 equals the difference between the debt instrument's "stated redemption price at maturity" and its "issue price."²⁵ The stated redemption price at maturity generally is the sum of all payments to be received under the obligation, excluding interest.²⁶ When a debt instrument is issued in exchange for non-publicly traded property (e.g., machinery or equipment) and does not bear stated interest, the issue price equals the present value of all payments to be received under the debt instrument using a discount rate equal to the AFR.²⁷ Thus, imputed interest equals the sum of all payments to be received under the contract less the present value of such payments. If income from a contingent payment debt instrument is reported on the installment method, the imputation of interest under these provisions likely will impact the calculation of the stated maximum selling price under the "price-interest recomputation rule." Generally, this rule requires that the selling price as initially computed, and as subsequently recomputed, be reduced by the amount of any interest imputed on the debt instrument.²⁸ Technically, the rule applies only to interest imputed under Code Section 483; however, it likely also applies to Code Section 1274, which largely replaces Code Section 483.

When a debt instrument issued for non-publicly traded property provides for contingent payments, the instrument is separated into its contingent and noncontingent components.²⁹ The noncontingent payments are treated as a separate debt instrument and taxed under the rules described in the two preceding paragraphs.³⁰ The contingent payments are not accounted for until they are received. When a payment is received, its present value is determined by discounting the payment at the AFR back to the issue date of the debt instrument. This present value amount is treated as principal and the remainder of the payment is treated as interest.³¹

Remote and Incidental Payments

Notwithstanding the foregoing, special rules apply if the likelihood of receiving a contingent payment is "remote" or "incidental." The likelihood of receiving a contingent payment is remote if it is more likely than not that the payment will not be received. In such a case, it is assumed that the payment will not be received for purposes of applying the imputation of interest rules.³² A contingent payment is incidental if, under all reasonably expected market conditions, the potential amount of the payment is insignificant relative to the total expected amount of the remaining payments on the debt instrument. A payment on a debt instrument that is subject to an incidental contingency is ignored until the payment is made for purposes of applying the imputation of interest rules.³³

ESCROW ARRANGEMENTS

When the sale of a business is involved, the seller often makes representations and warranties concerning, for example, the following:

1. The seller's ownership rights in the assets;
2. The seller's legal right to operate the business; and
3. The nonexistence of contingent liabilities and tax liabilities not otherwise disclosed to the buyer.

The seller typically covenants, for example, the following:

1. To operate the business in the normal course until the closing; and
2. To undertake responsibility for the payment of all obligations of the business incurred before the closing.

Generally, the seller indemnifies the buyer for losses caused by a breach of a representation, warranty, or covenant made by the seller in the purchase agreement.

Depending on a number of factors, including the relative bargaining positions of the parties, the seller may agree to an arrangement whereby a portion of the sales price is placed in an escrow account for a period of time, or otherwise held back, to secure payment by the seller for losses incurred by the buyer resulting from such a breach. If there are no such breaches, the entire amount held in the escrow account is paid to the seller on expiration of the escrow. If one or more breaches do occur, all or a portion of such amount is paid to the buyer to cover its losses, with the amount remaining in the escrow account paid over to the seller.

The principal focus of this portion of the article is to consider whether the seller must immediately recognize as part of the amount realized the portion of the purchase price placed in escrow at the closing of the sale of a business. For example, the sales terms may provide that \$5 million of the \$100 million cash purchase price is to be placed into an escrow account for a period of two years to secure payment by the seller for losses incurred by the buyer resulting from a breach of a representation, warranty, or covenant made by the seller in the purchase agreement. The terms of the escrow agreement might provide that the \$5 million is to be invested in government securities at the direction of the seller and that all income earned on the investments is to be held in the escrow account. This article refers to this example escrow arrangement as the "paradigm escrow arrangement."

The article first examines the tax treatment of cash-basis sellers and then examines the tax treat-

ment of accrual-basis sellers. As part of the analysis, the article reviews whether granting to the seller (1) the right to choose how the escrowed amount is to be invested or (2) the right to receive the income earned by the property held in the escrow results in immediate gain recognition to the seller. Finally, the article reviews proposed regulations under Code Section 468B that address which party must report the income earned by the property held in the escrow and which party must report gains and losses recognized on the sale of such property.

CASH-BASIS SELLERS

A taxpayer on the cash receipts and disbursement method of accounting includes gains, profits, and income in its federal gross income for the taxable year in which it actually or constructively receives them.³⁴ Income is not constructively received if the taxpayer's right to receive it is subject to substantial limitations or restrictions.³⁵

Economic Benefit Doctrine

In determining whether a cash-basis seller must immediately recognize as part of the amount realized the portion of the purchase price placed in escrow, the so-called economic benefit doctrine must be analyzed for its potential applicability. The economic benefit doctrine concerns the actual receipt of a property interest, as opposed to constructive receipt.³⁶ The economic benefit doctrine requires a cash-basis taxpayer to include immediately in its income the value of cash or other property set aside in a separate escrow, fund, or trust for the benefit of the taxpayer. Amounts are included only if:

1. The fund is irrevocable and beyond the reach of the creditors of the party who transferred the funds to the escrow, trust, or fund; and
2. The taxpayer-beneficiary has a vested right to the money, with receipt conditioned only on the passage of time.³⁷

The economic benefit doctrine has its roots in cases in which employers placed a portion of an employee's salary in a trust with the goal of defer-

ring income recognition to the employee until amounts were paid out of the trust to the employee. For example, in *Sproull v. Commissioner*,³⁸ the corporation's board of directors entered into a trust agreement in 1945 whereby the corporation agreed to transfer \$10,500 to a trust in that year in consideration for services that the taxpayer-president had previously performed. The trust agreement provided that the trustee was to distribute to the taxpayer \$5,250 in 1946 and the remaining balance in the trust in 1947. In the event that the taxpayer died before receiving all of the distributions, the remaining distributions were to be paid to his estate. The taxpayer reported the distributions in his income in the years received, and the IRS contended that the full \$10,500 should have been included in his taxable income for 1945.

Although the Tax Court acknowledged that the taxpayer had not constructively received the income in 1945, the Tax Court focused on whether any economic or financial benefit had been conferred on the taxpayer in that year. The Tax Court observed that the employer's part of the transaction had terminated in 1945 because in that year the amount of the compensation was fixed at \$10,500 and irrevocably paid out for the taxpayer's sole benefit. In holding that the taxpayer must include the entire \$10,500 in his taxable income for 1945, the Tax Court reasoned that the taxpayer had received in that year a beneficial interest in the trust with a value of \$10,500. The taxpayer could assign or alienate this beneficial interest. Essentially, the creation of the interest in the trust was tantamount to paying over to the taxpayer the \$10,500 cash in 1945.³⁹

In *Kuehner v. Commissioner*,⁴⁰ the economic benefit doctrine was applied to sales of stock. In that case, the individual taxpayer entered into an agreement in 1947 whereby her 50 shares of stock would be redeemed over a five-year period for \$65,000. The taxpayer agreed to deliver the 50 shares to a trust, and the redeeming corporation agreed to deliver \$65,000 cash to the trust. Each year beginning in 1948, the trustee was to deliver 10 shares of stock to the corporation and \$13,000 cash to the taxpayer. If the taxpayer died during the term of the arrangement, payments from the

trust were to be made to the taxpayer's estate. In case of bankruptcy or insolvency of the corporation, the remaining funds held by the trust would be paid over to the taxpayer.

In holding that the full \$65,000 was taxable to the taxpayer in 1945, the First Circuit concluded that the taxpayer had received in that year a beneficial interest in the trust fund valued at \$65,000. The First Circuit reasoned that by the terms of the agreement a fixed sum had been irrevocably set aside for the taxpayer's sole benefit.

A discussion of the economic benefit doctrine would not be complete without some mention of *Reed v. Commissioner*.⁴¹ In *Reed*, the cash-basis taxpayer sought to delay gain recognition from the sale of stock through the use of an escrow arrangement. The purchase price was placed into the escrow account on December 27, 1973, and was paid out to the taxpayer on January 3, 1974. Even though the only condition on the seller's receipt of the funds placed in escrow was the passage of time, the First Circuit held that the gain was *not* includible in the taxpayer's income for 1973. The First Circuit's decision in *Reed* is somewhat dubious and taxpayers located outside of the First Circuit should *not* rely heavily on it.

The economic benefit doctrine should not apply to the paradigm escrow arrangement because the seller's receipt of the \$5 million placed into the escrow account is conditioned on more than the mere passage of time. Rather, the seller's receipt is conditioned on the nonoccurrence of a breach of a warranty, representation, or covenant made by the seller. If, however, the facts of the paradigm escrow arrangement are massaged such that the nonoccurrence of a breach is extremely remote, the IRS might assert that the additional conditions on the seller's receipt of the \$5 million were merely added as a device to delay the reporting of income. Therefore, the IRS might ignore those conditions.

Avoiding Immediate Income Recognition

Generally, a cash-basis seller in a transaction similar to the paradigm escrow arrangement will avoid immediate income recognition on the portion of the purchase price placed into the escrow account.⁴² Note that if the seller does not have to

recognize income immediately, payments from the escrow would be contingent payments and the tax treatment of the seller would be subject to the analysis discussed above concerning earnouts.

In *International Trading Co. v. Commissioner*,⁴³ the taxpayers sold their stock in the target corporation for \$1.5 million in 1948, with \$100,000 of the purchase price placed in escrow. The property in escrow served as security in the event of a breach of a warranty made by the sellers. A small portion of the property in escrow was actually distributed to the buyer to compensate it for losses resulting from such a breach, with the remaining amount distributed to the taxpayers in 1951. The IRS contended that the taxpayers had to include in their 1948 income the full \$100,000 because the economic benefit of that amount inured to the taxpayers in 1948.

In holding for the taxpayers, the Tax Court concluded that the \$100,000 was not in the possession or control of the taxpayers in 1948, and that the taxpayers could not have known in that year how much of that amount they would eventually receive. Significantly, the taxpayers' rights to that amount were subject to a substantial contingency.

Impact of Favorable Escrow Terms

Escrow arrangements come in a variety of shapes and sizes and often reflect the relative bargaining positions of the parties. The parties may agree, for example, that the seller is entitled to periodic distributions of dividends and interest earned on the escrowed property or that the seller can make investment decisions with respect to the amount held in escrow. Generally, as long as the escrow fund is subject to substantial contingencies and the seller does not have the authority to invade the principal of the fund, the Tax Court has held that these beneficial terms do not result in immediate income recognition for the seller.⁴⁴

In *Anderson v. Commissioner*,⁴⁵ the cash-basis taxpayers sold their stock in target corporation for approximately \$4.65 million in 1956. The buyer deposited \$500,000 of the purchase price in an escrow account. The amount placed in escrow secured the sellers' obligations to the buyer for possible breaches of warranties made by the sellers.

Under the escrow agreement in *Anderson*, the sellers had the right to designate the securities that the funds placed in escrow were to be invested in, including, among other things, U.S. government securities and securities listed on the New York Stock Exchange. The sellers also had the right to direct the sale and reinvestment of the escrow property. All interest, dividends, and other income earned on the escrow property and net profits derived from the purchase and sale of escrow property were to be paid semiannually to the sellers. A payment of interest, dividends, income, and net profits was not permitted to the extent the payment reduced the value of the escrow fund below \$500,000. The \$500,000 principal amount of the escrow thus could not be invaded. Additionally, amounts could be paid out of the escrow only on mutual agreement of the buyer and the sellers.

Income and gains in *Anderson* were paid out of the escrow to the sellers until the value of the fund fell below \$500,000 as of December 31, 1957, after which no distributions were paid out of the escrow to the seller. In 1958, \$225,000 was distributed from the escrow account to the buyer to compensate the buyer for losses suffered from the breach of a warranty made by the sellers. Later in 1958, the remaining amounts held in escrow were distributed to the sellers.

The Tax Court held that the sellers did not have to recognize immediately in their taxable income the portion of the purchase price placed in escrow. In so doing, the Tax Court focused on the facts that (1) the sellers could not invade principal and (2) the sellers might never receive the money held in escrow. The Tax Court concluded:

Although the petitioners had a free hand in investment of the money, still they lacked the ultimate incident of ownership, viz., the power simply to pick up the money, put it into their pockets, and spend it at will and for whatever they deemed advisable.⁴⁶

The Tax Court regarded as significant the fact that the property held in the escrow was not unqualifiedly subject to the demand of the sellers.

ACCRUAL-BASIS SELLERS

Taxpayers on the accrual method of accounting include income in their federal gross income in the taxable year when all the events that fix the right to receive the income have occurred and the amount of the income can be determined with reasonable accuracy.⁴⁷ All the events that fix the taxpayer's right to receive the income occur at the earliest of the following:

1. The time that the income is earned, that is, the time required performance occurs;
2. The time that payment to the taxpayer is due; or
3. The time that payment is made to the taxpayer.⁴⁸

The tax treatment of an accrual-basis seller in a transaction similar to the paradigm escrow arrangement is not as clear as that of a cash-basis seller. Historically, such an accrual-basis seller would avoid immediate income recognition on the amount placed in escrow if the amount that would ultimately be received by the seller was subject to a substantial contingency.⁴⁹ As discussed below, however, the U.S. Supreme Court's decision in *Commissioner v. Hansen*⁵⁰ raises at least some doubt about the continuing viability of certain of the earlier case law precedents.

Favorable Case Law Precedents

In *Goetze Gasket & Packing Co., Inc. v. Commissioner*,⁵¹ two accrual-basis corporations sold their assets to Johns-Manville Corporation in 1947 in exchange for cash and 5,900 shares of Johns-Manville stock. One thousand of the 5,900 shares were placed in escrow for three years as security to Johns-Manville for the recovery of damages for any breach of seller warranties. Johns-Manville had the right to vote the 1,000 shares and to receive the dividends paid on the shares, but, on receipt of the dividends, Johns-Manville had to pay a like amount of cash to the sellers in lieu of the dividends. The Commissioner asserted that the taxpayer-sellers had to recognize the value of the 1,000 shares in their amount realized on the closing of the sale in 1947.

In holding for the taxpayers, the Tax Court focused on whether the contingent right of the taxpayers to receive the amount held in escrow had an ascertainable fair market value at the time of the closing. The Tax Court held that such right had no ascertainable fair market value in 1947. The number of shares that the sellers would eventually receive from the escrow was subject at that time to a substantial contingency. Accordingly, neither seller was required to include any value for this right in its amount realized from the sale as a 1947 gain. The Tax Court held further that the receipt by the seller of the equivalent of dividends on the 1,000 shares was not controlling.

*Commissioner v. Cleveland Trinidad Paving Co.*⁵² is one of a long line of cases holding that an accrual-basis construction company is not required to include immediately in its income the portion of the contract price that is held back. In that case, pavement construction contracts provided that a portion of the contract price was to be held back to guarantee maintenance of the pavements for specified periods. The Sixth Circuit held that the taxpayer did not have to include the retained amounts in its income until the later years when such amounts were actually received or became unconditionally payable. The court observed that since the retained amounts might be materially reduced in the event of necessary repairs or of a failure by the taxpayer to comply with the specifications, the retained amounts reflected only a contingent promise to pay until the expiration of the guaranty. An accrual-basis taxpayer did not have to accrue in its income amounts that were only contingently earned.

More recently, the Tax Court in *Bizzack Bros. Construction Co. v. Commissioner*,⁵³ on facts similar to those in *Cleveland Trinidad Paving*, held that the accrual-basis contractor-taxpayer recognized income in the year that the taxpayer was paid the amount held back.

Hansen and Its Progeny

The U.S. Supreme Court reshaped the case law when it handed down its decision in *Commissioner v. Hansen*.⁵⁴ In that case, accrual-basis car dealers sold cars on credit through installment sales contracts. The car dealers immediately sold the install-

ment notes, with recourse, to financing companies, on terms whereby the car dealer would immediately receive 95 to 97 percent of the face amount of the notes. The remaining 3 to 5 percent would be deposited in dealer reserve accounts, which amounts secured a car dealer's obligation to pay the financing company if the car buyer did not make one or more scheduled installment payments. The car dealers immediately reported the 95 to 97 percent received on the sale of the installment notes, but reported the remaining 3 to 5 percent in a subsequent year on actual receipt.

In holding that the car dealers had to immediately include in their income the 3 to 5 percent placed in the dealer reserve account, the Court emphasized that all amounts placed in the reserve account would ultimately be received by the car dealers. The Court observed that only one of two things could ultimately happen with the amounts placed in a dealer reserve account:

1. The finance company would pay the full amount to the car dealer in cash; or
2. If the car buyer did not make payment, the amount would be used to satisfy the car dealer's guaranty on the installment note.

Accordingly, at the time the amounts were placed in the reserve accounts the dealers acquired a fixed right to receive such amounts.

Arguably, under the Court's rationale in *Hansen*, an accrual-basis seller in a transaction similar to the paradigm escrow arrangement might have to recognize immediately in its income the portion of the purchase price placed in escrow. Essentially, the amounts placed in escrow will ultimately be used for only one of two purposes:

1. To pay the seller on the expiration of the escrow; or
2. To satisfy the seller's obligation for breach of a representation, warranty, or covenant.

Likewise, a similar case could be made that *Hansen* requires a construction contractor to include immediately in its income the portion of the contract price held back.

Now, more than 40 years after the *Hansen* decision was handed down, there is scant evidence that *Hansen* has been so widely applied. Most significantly, *Hansen* has not been applied to construction contractors in the context of contract price hold backs.⁵⁵ *Hansen* has generally been applied to cases in which the taxpayer sold installment paper or in the context of an executory contract when a reserve account was established as security for future performance by the taxpayer.⁵⁶ Consequently, unless and until courts further expand the holding of *Hansen*, an accrual-basis seller in the paradigm escrow arrangement can rely on the holdings of *Goetze Gasket*, *Cleveland Trinidad Paving*, and *Bizzack Bros*.

INCOME, GAIN, AND LOSS ON ESCROW PROPERTY

Code Section 468B(g) states as follows:

Nothing in any provision of law shall be construed as providing that an escrow account, settlement fund, or similar fund is not subject to current income tax. The Secretary shall prescribe regulations providing for the taxation of any such account or fund whether as a grantor trust or otherwise.

This provision applies to escrow accounts, settlement funds, and similar funds established after August 16, 1986.⁵⁷

Proposed Regulations

In February 1999, the IRS issued proposed regulations under Code Section 468B concerning the tax treatment of interest, dividends, and other income earned on property held in various types of escrow arrangements as well as the tax treatment of gains and losses from taxable sales or exchanges of such property.⁵⁸ Among other things, the proposed regulations identify the party that must report the taxable income earned by the escrow assets as well as the party that must report the taxable gains and losses generated or incurred by the sale of such assets. These proposed regula-

tions would apply, if at all, to escrow arrangements established after the date of publication of final regulations in the Federal Register.

1. The paradigm escrow arrangement would be a "contingent at-closing escrow."⁵⁹ The proposed regulations set forth the rules for contingent at-closing escrows and include separate tax rules for the following:
2. The time period prior to the determination date (i.e., the date on which, or by which, the last of the events subject to a bona fide contingency specified in the agreement between the buyer and the seller has either occurred or failed to occur); and

The time period beginning with the determination date.⁶⁰

For the period prior to the determination date, the buyer must take into account all items of income, deduction, and credit (including capital gains and losses) of the escrow.⁶¹

For the period beginning with the determination date, the proposed regulations provide that the buyer and the seller are to take into account in determining their income tax liabilities the income, deductions, and credits (including capital gains and losses) corresponding to their ownership interests in the assets held by the escrow.⁶²

The above rules apply regardless of whether the analyses discussed above, in the cash-basis sellers and accrual-basis sellers sections, indicate that the seller must immediately recognize in its income the portion of the purchase price placed in escrow. In the preamble to the proposed escrow regulations, the IRS stated that it had considered and rejected an alternative rule under which the income of the escrow for the period before the determination date would have been taxable to the buyer or the seller depending on the required tax treatment by the buyer and seller of the principal amount placed in the escrow.⁶³ Interestingly, the IRS rejected the alternative rule, because, among other things, it would not have provided certainty and would have required a difficult legal analysis.

The proposed regulations provide that no inferences should be drawn from them regarding the following:

1. The tax treatment of a contingent at-closing escrow, or of parties to the escrow, under sections of the Code other than Code Section 468B; and
2. Whether there is a transfer of ownership of the assets of a contingent at-closing escrow on the determination date from the buyer to the seller or from the seller to the buyer under such other Code sections.⁶⁴

Transitional Rule

The proposed regulations include a favorable transition rule⁶⁵ for a contingent at-closing escrow established after August 16, 1986, but on or before the date of publication of final regulations in the Federal Register. In that event, the IRS will not challenge a reasonable, consistently applied method of taxation for income earned by the escrow nor a reasonable, consistently applied method for reporting such income. Apparently, any method by which the

income earned by a contingent at-closing escrow is timely reported by one of the parties should qualify as a reasonable method.

Practice Pointers

When the property placed in escrow is the stock of the buyer and the escrow arrangement permits sales of the property placed in escrow, generally it would be tax efficient for the parties to require the buyer to report gains or losses on the sales of the stock. The buyer would not recognize gain or loss on the sale of its stock under Code Section 1032.

One method that could be used to avoid a potential disagreement between the buyer and seller concerning which party must report the income earned by the escrow is to invest the escrow in tax-free debt instruments.

CONCLUSION

In negotiating the sales of business assets, sellers should be mindful of the tax consequences of earnout and escrow arrangements. Careful planning often can avoid unwanted tax consequences.

1. I.R.C. § 453(b)(1).
2. I.R.C. § 453(d)(1).
3. I.R.C. § 453(b)(2)(B), (I).
4. I.R.C. § 453(g).
5. I.R.C. § 453A(a)(1).
6. I.R.C. § 453A(a)(2).
7. I.R.C. § 453A(b)(2).
8. 2001-12 I.R.B. 1.
9. I.R.C. § 453(c); Temp. Treas. Reg. § 15A.453-1(b)(2).
10. Temp. Treas. Reg. § 15A.453-1(b)(2).
11. Temp. Treas. Reg. § 15A.453-1(c)(1).
12. Temp. Treas. Reg. § 15A.453-1(c)(2)(i).
13. Temp. Treas. Reg. § 15A.453-1(c)(3)(i).
14. Id.
15. Temp. Treas. Reg. § 15A.453-1(c)(4).
16. Temp. Treas. Reg. § 15A.453-1(c)(7).
17. Temp. Treas. Reg. § 15A.453-1(c)(6).
18. I.R.C. § 1001.
19. Treas. Reg. §§ 1.1001-1, 1.1274-2(g).
20. Temp. Treas. Reg. § 15A.453-1(d)(2)(iii); Treas. Reg. § 1.1001-1(g)(2)(ii); see also Treas. Reg. § 1.1275-2(h); *Patton v. United States*, 87 A.F.T.R.2d (RIA) ¶ 2001-756 (Cl. Ct. 2001).
21. I.R.C. § 1274(b), (c) and (d).
22. I.R.C. § 1275(a)(1)(A).
23. I.R.C. § 1272(a)(1).
24. I.R.C. § 1274(c)(3).
25. I.R.C. § 1273(a)(1); Treas. Reg. § 1.1273-1(a).
26. I.R.C. § 1273(a)(2); Treas. Reg. § 1.1273-1(b).
27. I.R.C. §§ 1273(b)(4), 1274(a)(2), (b); Treas. Reg. § 1.1274-2(b)(2).
28. Temp. Treas. Reg. § 15A.453-1(c)(2)(ii).
29. Treas. Reg. § 1.1275-4(c)(2).
30. Treas. Reg. § 1.1275-4(c)(3).
31. Treas. Reg. § 1.1275-4(c)(4).
32. Treas. Reg. § 1.1275-2(h)(2).
33. Treas. Reg. § 1.1275-2(h)(3).
34. Treas. Reg. § 1.451-1(a).
35. Treas. Reg. § 1.451-2(a).
36. Falk, "Constructive Receipt and Economic Benefit: Putting *Reed* in the Proper Perspective", 62 *Taxes* 425, 428 (June 1984).
37. *Thomas v. United States*, 213 F.3d 927, 2000-1 U.S. Tax Cas. (CCH) ¶ 50,496 (6th Cir. 2000).
38. 16 T.C. 244 (1951), aff'd, 194 F.2d 541, 52-1 U.S. Tax Cas. (CCH) ¶ 9223 (6th Cir. 1952).
39. Id. at 248.
40. 214 F.2d 437, 54-2 U.S. Tax Cas. (CCH) ¶ 9479 (1st Cir. 1954), aff'g 20 T.C. 875 (1953).

41. 723 F.2d 138, 83-2 U.S. Tax Cas. (CCH) ¶ 9728 (1st Cir. 1983), rev'g 45 T.C.M. (CCH) 398 (1982).
42. See, e.g., *Anderson v. Commissioner*, 20 T.C.M. (CCH) 697 (1961); *International Trading Co. v. Commissioner*, 17 T.C.M. (CCH) 521 (1958), *aff'd*, 275 F.2d 578, 60-1 U.S. Tax Cas. (CCH) ¶ 9335 (7th Cir. 1960).
43. 17 T.C.M. (CCH) 521 (1958), *aff'd*, 275 F.2d 578, 60-1 U.S. Tax Cas. (CCH) ¶ 9335 (7th Cir. 1960).
44. *Anderson v. Commissioner*, 20 T.C.M. (CCH) 697 (1961); *Carpenter v. Commissioner*, 34 T.C. 408 (1960).
45. 20 T.C.M. (CCH) 697 (1961).
46. *Anderson*, 20 T.C.M. (CCH) at 701.
47. Treas. Reg. § 1.451-1(a).
48. Rev. Rul. 84-31, 1984-1 C.B. 127, 128.
49. *Goetze Gasket & Packing Co., Inc. v. Commissioner*, 24 T.C. 249 (1955); *Commissioner v. Cleveland Trinidad Paving Co.*, 62 F.2d 85, 3 U.S. Tax Cas. (CCH) ¶ 1006 (6th Cir. 1932).
50. 360 U.S. 446, 59-2 U.S.T.C. Tax Cas. (CCH) ¶ 9533 (1959).
51. 24 T.C. 249 (1955).
52. 62 F.2d 85, 3 U.S. Tax Cas. (CCH) ¶ 1006 (6th Cir. 1932).
53. 41 T.C.M. (CCH) 173 (1980), *appeal dismissed*, 6th Cir. 1981.
54. 360 U.S. 446, 59-2 U.S. Tax Cas. (CCH) ¶ 9533 (1959).
55. See *Bizzack Bros., Constr. Co. v. Commissioner*, 41 T.C.M. (CCH) 173 (1980), *appeal dismissed*, 6th Cir. 1981; Rev. Rul. 69-314, 1969-1 C.B. 139 (accrual-basis builder of small boats was not required to include immediately in its income a retainage amount).
56. See, e.g., *Stendig v. United States*, 843 F.2d 163, 88-1 U.S. Tax Cas. (CCH) ¶ 9268 (4th Cir. 1988) (accrual-basis taxpayer required to include immediately in its income a portion of the rents collected from tenants that it was required to deposit in reserve accounts, which amounts secured both the taxpayer's obligations to repay a loan and its obligations to maintain and operate the apartment complex); *Firetag v. Commissioner*, 78 T.C.M. (CCH) 645 (1999) (accrual-basis bail bondsman required to include immediately in his income an amount he deposited with the court to secure his obligations under outstanding bonds), *aff'd*, in *unpublished op.*, 2000-2 U.S. Tax Cas. (CCH) ¶ 50,793 (4th Cir. 2000) (per curiam); *Johnson v. Commissioner*, 108 T.C. 448 (1997) (accrual-basis car dealer required to include immediately in its income the portion of the vehicle service contract price that it deposited into an escrow account to secure the car dealer's obligations under such contract), *aff'd in part and rev'd in part on other grounds*, 184 F.3d 786, 99-2 U.S. Tax Cas. (CCH) ¶ 50699 (8th Cir. 1999).
57. H.R. Rep. No. 100-795, at 377 (1988); S. Rep. No. 100-445, at 398 (1988).
58. REG-209619-93, 64 Fed. Reg. 4801 (Feb. 1, 1999).
59. Prop. Treas. Reg. § 1.468B-8(b).
60. Prop. Treas. Reg. § 1.468B-8.
61. Prop. Treas. Reg. § 1.468B-8(c).
62. Prop. Treas. Reg. § 1.468B-8(e).
63. 64 Fed. Reg. 4805 (Feb. 1, 1999).
64. Prop. Treas. Reg. § 1.468B-8(a), (d).
65. Prop. Treas. Reg. § 1.468B-8(e).

**ACQUISITION ESCROWS IN TENNESSEE:
AN ANNOTATED MODEL TENNESSEE
ACQUISITION ESCROW AGREEMENT**

Joan MacLeod Heminway* & Timothy M. McLemore**

PRELIMINARY NOTE

This Annotated Model Tennessee Acquisition Escrow Agreement (the “Tennessee Escrow Agreement”) is a short-form escrow agreement. It is annotated with explanatory footnotes and is intended to serve more as a reference tool than as a template acquisition escrow agreement. It has been drafted and annotated with an emphasis on Tennessee law and practice. Accordingly, we have provided in Section 8 of the Tennessee Escrow Agreement that Tennessee law will govern this transaction. The authors’ stylistic preferences and “practice points” are reflected in this Tennessee Escrow Agreement. Sources of general application, as well as those reflecting Tennessee law and practice, are cited in support of the authors’ drafting choices, ideas and perspectives, as applicable. Capitalized terms used and not defined in this Preliminary Note have the meanings assigned to them in the text of the Tennessee Escrow Agreement. Annotation footnotes in the Tennessee Escrow Agreement use terms as they are defined in the Tennessee Escrow Agreement.

The intent of the Tennessee Escrow Agreement and related annotations is to benefit drafters for both buyers and sellers in mergers, asset purchases and stock purchase transactions.¹ The essential purpose of an escrow in a merger or

* A.B., *magna cum laude*, Brown University; J.D., New York University School of Law. Joan MacLeod Heminway is an Associate Professor of Law at The University of Tennessee College of Law. Before joining the faculty at the College of Law in 2000, Professor Heminway advised clients on the legal aspects of mergers and acquisitions and securities law during nearly fifteen years of private practice in the Boston office of Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP. Professor Heminway thanks David A. Patterson, a second-year student at The University of Tennessee College of Law, for his able research assistance on this project.

** B.A., Carson Newman College; J.D. with high honors, The University of Tennessee College of Law; LL.M. in Taxation, New York University School of Law. Timothy M. McLemore is a member of Gentry, Tipton & McLemore, P.C., where his practice includes a wide variety of corporate and commercial law matters, including business combinations. Mr. McLemore also has taught classes as an adjunct professor at The University of Tennessee College of Law.

¹ Escrow arrangements are almost nonexistent when the target corporation is a public company (a corporation with a class of securities registered under the Securities Exchange Act of 1934, as amended, 15 U.S.C. §§ 78a – 78lll), but they are more common in public-private and private-private mergers. See JAMES C. FREUND, ANATOMY OF A MERGER: STRATEGIES AND TECHNIQUES FOR NEGOTIATING CORPORATE ACQUISITIONS 160 (1975) (“The public stockholders will generally not be

acquisition transaction is to afford the acquiror and the target or seller more equal bargaining power in the event that the parties cannot or do not ascertain certain matters at or before the time of closing. These matters most often are handled through indemnification for breaches of representations and warranties.² The Tennessee Escrow Agreement is a near-final form of agreement intended to serve this purpose. It originally was drafted by counsel for the Buyer in an asset purchase transaction and has been negotiated. In the transaction, Buyer, a Delaware limited partnership³ with its principal place of business in Boston, Massachusetts, is acquiring substantially all of the assets of Seller, a Tennessee manager-managed limited liability company governed by the Tennessee Revised Limited Liability Company Act, as amended,⁴ with its principal place of business in Knoxville, Tennessee. The assets to be conveyed in the transaction consist of a ten-story high-rise office building located in Knoxville, Tennessee, and the land on which the building sits (the “Assets”). Buyer’s title company serves as the escrow agent under the Tennessee Escrow Agreement.⁵

The aggregate purchase price for the Assets, negotiated by Buyer and Seller, is \$10,000,000, payable by Buyer at the closing. Buyer requested, and Seller

amenable to a holdback of part of the consideration they have coming to them in order to enforce indemnification”); Broc Romanek et al., *Negotiating Public-Private Mergers*, 6 M&A LAW. 1 (July/Aug. 2002) (panel discussion) (comments of Richard Climan) (“Acquirers often demand escrow/holdbacks in public-private mergers to protect their post-closing indemnification rights.”). As many as 75% of private company acquisition transactions involve indemnification escrows, according to a recent American Bar Association study of publicly available private company acquisition agreements (128 in total) completed in 2004. AMERICAN BAR ASSOCIATION M&A MARKET TRENDS SUBCOMMITTEE, PRIVATE TARGET MERGERS & ACQUISITIONS DEAL POINTS STUDY 67 (2006), available at <http://www.abanet.org/abanet/common/login/securedarea.crm?areaType=committee&role=CL560000&url=/buslaw/committees/CL560000/materials/matrends/study27Mar06.pdf> (available to American Bar Association Members only).

² See FREUND, *supra* note 1, at 384 (noting that escrow arrangements in this context serve “to equalize bargaining strengths at that future moment when a claim for indemnification is made” and explaining the reasons why this is so); 1 LOU R. KLING & EILEEN T. NUGENT, NEGOTIATED ACQUISITIONS OF COMPANIES, SUBSIDIARIES AND DIVISIONS § 15.06[3] (2003) (noting that an escrow “somewhat equalizes bargaining strengths in the event of a claim for indemnification”); see also AMERICAN BAR ASSOCIATION COMMITTEE ON NEGOTIATED AGREEMENTS, MODEL ASSET PURCHASE AGREEMENT WITH COMMENTARY: EXHIBITS, ANCILLARY DOCUMENTS AND APPENDICES 51 (2001) [hereinafter ABA MODEL ASSET PURCHASE AGREEMENT EXHIBITS].

³ Delaware limited partnerships are organized and exist under the Delaware Revised Uniform Limited Partnership Act. See generally DEL. CODE ANN. tit. 6 §§ 17-101 to -1111 (2005).

⁴ TENN. CODE ANN. §§ 48-249-101 to -1133 (2005).

⁵ See *infra* note 18.

consented to, an escrow of 10%⁶ of the aggregate purchase price to provide for possible damages to Buyer—value diminution, costs and expenses—resulting from Seller’s breaches of its warranties and representations in the Purchase Agreement.⁷ These warranties and representations include, for example, Seller’s valid organization and existence as a Tennessee limited liability company; Seller’s power and authority to execute, deliver and perform its obligations under the Purchase Agreement and the Escrow Agreement; the accuracy of Seller’s rent roll; and Seller’s clear record title to the Assets. The Purchase Agreement provides for a delayed closing to allow the parties time to complete their due diligence. The Purchase Agreement outlines the basic terms of the escrow, references the Tennessee Escrow Agreement and includes as a condition to closing the execution and delivery of the Tennessee Escrow Agreement substantially in the form attached to the Purchase Agreement.⁸ Under the Purchase Agreement, Buyer is entitled to indemnification for “Losses” that it suffers as a result of any breach of these warranties and representations.⁹ The Tennessee Escrow Agreement effectively funds that indemnification to the level of the Escrow Funds.¹⁰ Under the terms of the Purchase Agreement, Seller’s warranties

⁶ See FREUND, *supra* note 1, at 385 (noting that “[t]here is no magic formula” for determining the portion of the purchase price made subject to an escrow); KLING & NUGENT, *supra* note 2, at § 15.06[3][a].

⁷ See Terry W. Gentle, Jr. & Joan MacLeod Heminway, *Buying Stock in Tennessee: An Annotated Model Tennessee Stock Purchase Agreement*, 5 TRANSACTIONS: TENN. J. BUS. L. 211, 222 n.22 (2004).

⁸ See, e.g., *id.* at 266 (Section 5.02(i)); Angela Humphreys Hamilton & Joan MacLeod Heminway, *Buying Assets in Tennessee: An Annotated Model Tennessee Asset Purchase Agreement*, 4 TRANSACTIONS: TENN. J. BUS. L. 209, 243, 245 (2003) (Sections 6.1(j) & 6.2(g)).

⁹ See, e.g., Gentle & Heminway, *supra* note 7, at 273-79 (Article VII); Hamilton & Heminway, *supra* note 8, at 250-53 (Article 9). This indemnification is generally not included in agreements for the acquisition of public companies. See FREUND, *supra* note 1, at 160 (“Generally speaking, there is no indemnification section in acquisition agreements between two public companies”); Ronald J. Gilson, *Value Creation by Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing*, 94 YALE L.J. 239, 282 (1984) (“Indemnification is typically used if the seller is a private company, but not if the seller is a public company.”).

¹⁰ See generally AMERICAN BAR ASSOCIATION COMMITTEE ON NEGOTIATED ACQUISITIONS, MODEL STOCK PURCHASE AGREEMENT WITH COMMENTARY 206 (1995) [hereinafter ABA MODEL STOCK PURCHASE AGREEMENT] (noting that an escrow may be used “to secure performance of the Sellers’ indemnification obligations”); FREUND, *supra* note 1, at 385 (“In the usual case, if and when the escrow fund is exhausted by indemnifiable claims, the purchaser can go directly against the indemnifying parties personally for any excess.”); KLING & NUGENT, *supra* note 2, at § 15.06[3][b] (discussing the use and benefits of an escrow arrangement in this context); Lou R. Kling et al., *Summary of Acquisition Agreements*, 51 U. MIAMI L. REV. 779, 807 (1997) (describing and discussing the use of an escrow as one “means by which a buyer can collect in respect of an indemnifiable claim”). A target or seller may, however, insist that recovery be capped at the amount of the escrowed funds.

and representations survive the closing of the asset purchase for twelve months from the closing date. This means that Buyer may make claims against Seller for breach of the warranties and representations during, but not after, that twelve-month period.¹¹

The Tennessee Escrow Agreement has been drafted using “plain English” (or “plain language”) drafting conventions.¹² Legalese (i.e., “witnesseth,” “hereof,” “thereof,” “hereunder,” “thereunder,” “hereby,” “thereby,” “whereof,” “wheretofores” and “whereas”) is avoided throughout the Agreement.¹³ Additionally, “under” replaces “pursuant to,” and the demonstrative adjectives “such” and “said” (too frequently used in contract drafting) have been eliminated from the Tennessee Escrow Agreement.¹⁴ Finally, the discretionary comma before the conjunction used

See ABA MODEL ASSET PURCHASE AGREEMENT EXHIBITS, *supra* note 2, at 51; ABA MODEL STOCK PURCHASE AGREEMENT, *supra*, at 206-07; KLING & NUGENT, *supra* note 2, at § 15.06[3][b].

¹¹ *See* KLING & NUGENT, *supra* note 2, at § 15.02[2] (discussing the survival of representations and warranties in acquisition agreements); Gentle & Heminway, *supra* note 7, at 275 n.84. These survival provisions are common in private company mergers and acquisitions. *See* FREUND, *supra* note 1, at 160 (noting that, in public company mergers and acquisitions, “the agreement usually states that the respective representations and warranties terminate upon the closing.”); Samuel C. Thompson, Jr., *Introduction to this Symposium and a Guide to Issues in Mergers and Acquisitions*, 51 U. MIAMI L. REV. 533, 573 (1997) (“[I]n a private deal, the representations and warranties generally survive the closing, whereas in a public acquisition they generally do not survive.”). Other claims, including claims of fraud, however, may be made until expiration of the applicable statute of limitations or repose. In Tennessee, common law fraud in inducing a contract generally is subject to a three-year statute of limitations. TENN. CODE ANN. § 28-3-105 (2005); *Am. Fid. Fire Ins. Co. v. Tucker*, 671 S.W.2d 837, 840-41 (Tenn. Ct. App. 1983). Contracts claims not otherwise provided for generally are subject to a six-year limitations period. TENN. CODE ANN. § 28-3-109 (2005).

¹² For a general discussion of plain English and other conventions in contract drafting, see GEORGE W. KUNEY, *THE ELEMENTS OF CONTRACT DRAFTING: WITH QUESTIONS AND CLAUSES FOR CONSIDERATION* (2002); *see also* SCOTT J. BURNHAM, *DRAFTING AND ANALYZING CONTRACTS: A GUIDE TO THE PRACTICAL APPLICATION OF THE PRINCIPLES OF CONTRACT LAW* 271-75 (3d ed. 2003) (describing generally these drafting rules); RICHARD C. WYDICK, *PLAIN ENGLISH FOR LAWYERS* 61 (4th ed. 1998) (advising against the use of “lawyerisms” that confuse non-lawyers and mask poor drafting); Thomas E. Tyner, *Drafting Principles: Strategy, Standards, and Ethics*, in *DRAFTING BUSINESS CONTRACTS: PRINCIPLES, TECHNIQUES & FORMS* 25, 31, 42-44.1 (Wendy L. Brown & David Peyerwold eds., 2004) (listing typical characteristics of a plain English contract and offering a list of plain English alternatives to legalese).

¹³ *See* HOWARD DARMSTADTER, *HEREOF, THEREOF, AND EVERYWHEREOF: A CONTRARIAN GUIDE TO LEGAL DRAFTING* 5-6 (2002); *see also* THOMAS R. HAGGARD, *CONTRACT LAW FROM A DRAFTING PERSPECTIVE: AN INTRODUCTION TO CONTRACT DRAFTING FOR LAW STUDENTS* 27 (2003); ROBERT J. MARTINEAU & MICHAEL B. SALERNO, *LEGAL, LEGISLATIVE, AND RULE DRAFTING IN PLAIN ENGLISH* 59 (2005); WYDICK, *supra* note 12, at 61; Tyner, *supra* note 12, at 30.

¹⁴ *See* KENNETH A. ADAMS, *A MANUAL OF STYLE FOR CONTRACT DRAFTING* 165-67 (2004); HAGGARD, *supra* note 13, at 27; MARTINEAU & SALERNO, *supra* note 13, at 39.

before the last item in a series has been omitted throughout this Preliminary Note and the Tennessee Escrow Agreement.¹⁵ These stylistic preferences create a more clear and readable form.

¹⁵ Attorneys often omit the last comma in series in their drafting. See LYNNE TRUSS, EATS, SHOOT & LEAVES: THE ZERO TOLERANCE APPROACH TO PUNCTUATION 81 (2003); David Franklin, *Terms of Art: Pardon My Law French*, 2 GREEN BAG 2D 421, 423 (1999). But see Bryan A. Garner, *Don't Know Much About Punctuation: Notes on a Stickler Wannabe*, 83 TEX. L. REV. 1443, 1449 (2005) (reviewing LYNNE TRUSS, EATS, SHOOT & LEAVES: THE ZERO TOLERANCE APPROACH TO PUNCTUATION (2003)) (asserting that only British lawyers omit the last comma in series). Many disagree with the omission of this comma. See MARTINEAU & SALERNO, *supra* note 13, at 68 (advising consistent use of the comma before the words “and” and “or” in a series); Garner, *supra*, at 1449 n.63 (citing significant authority supporting the consistent use of the serial comma); Jacquelyn E. Gentry, *The Dirty Dozen—And How to Defeat Them*, 45 ORANGE COUNTY LAW. 14, 16 (2003). It is clear that this matter has long been open to debate. See John Minor Wisdom, *Wisdom's Idiosyncrasies*, 109 YALE L.J. 1273, 1274 (2000) (noting, in a list of idiosyncrasies, the “[c]omma before ‘and’ in a series of three or more.”); Scott J. Atlas, *Foreword to Volume 75: Why Did We Do It?*, 75 TEX. L. REV. 9, 9 (1996) (asking, with respect to Texas Law Review members, “Why would so many law students, most with excellent academic records and attractive work prospects, agree to spend two years of late nights and long weekends...debating endlessly the relative merits of whether to include a comma before the ‘and’ among items in a series?”).

PURCHASE PRICE HOLDBACK ESCROW AGREEMENT¹⁶

THIS PURCHASE PRICE HOLDBACK ESCROW AGREEMENT (this "Agreement"), dated as of the _____ day of _____, 2006, by and among **DOWNTOWN CENTER LIMITED PARTNERSHIP**, a Delaware limited partnership ("Buyer"), **ABC FAMILY PARTNERSHIP, LLC**, a Tennessee limited liability company ("Seller"), and **TENNESSEE TITLE INSURANCE CO.** ("Escrow Agent").¹⁷

In consideration of the mutual covenants and premises contained in this Agreement, and intending to be legally bound, the parties to this Agreement agree as follows:

¹⁶ The parties should consider, in entering into a merger or acquisition escrow, that interests in the escrow fund may constitute securities, the offer and sale of which may be regulated by federal and state law. This may be of particular concern to the parties in the rare instance that an escrow is used in a public company acquisition or in any other circumstance in which a large number of sellers is involved in the merger or acquisition. *See* KLING & NUGENT, *supra* note 2, at § 16.04.

¹⁷ Defined terms are underlined throughout this Agreement for the reader's convenience. *See* CHARLES M. FOX, WORKING WITH CONTRACTS: WHAT LAW SCHOOL DOESN'T TEACH YOU 29 (2002) ("underlining the defined term...will help the reader find the buried definitions."). Cross-referenced sections also are underlined, for the same reason.

1. Buyer and Seller appoint Escrow Agent¹⁸ to be and act as the escrow agent under this Agreement, and Escrow Agent accepts its appointment to hold in an escrow account (the “Escrow Account”) the sum of One Million Dollars (\$1,000,000.00)¹⁹ (together with any interest earned on that sum²⁰ and less amounts paid out of that sum in accordance with the terms and provisions of this Agreement,²¹ the “Escrow Funds”) upon the terms and conditions set forth in this

¹⁸ Generally, the escrow agent is expected to be neutral. See FREUND, *supra* note 1, at 387 (“The escrow agent should be truly independent of both parties.”); KLING & NUGENT, *supra* note 2, at § 15.06[3][d] (“The escrow agent should be an independent third party”). However, the selection of an escrow agent is a matter for negotiation. If the nature of the transaction is that the seller will be entitled to the escrowed funds absent a breach, the seller will typically have more input in the selection of an escrow agent. In a real estate transaction, the title company often serves as escrow agent, as is the case in this Agreement. An affiliate (or fiduciary department or division) of the lender in a financed transaction may be imposed on the parties or suggested by the buyer to serve as the escrow agent. See FREUND, *supra* note 1, at 387 (“Banks are usually the first choice for this task.”); KLING & NUGENT, *supra* note 2, at § 15.06[3][d] (“The escrow agent...usually is a bank.”); see also Gentle & Heminway, *supra* note 7, at 221 n.21. In rare instances, counsel to the buyer or seller will serve as escrow agent, but this solution is generally not preferable. See ABA MODEL ASSET PURCHASE AGREEMENT EXHIBITS, *supra* note 2, at 52 (“Occasionally, a party may propose that its counsel act as escrow agent. In most cases, this is a role that counsel should avoid.”); ABA MODEL STOCK PURCHASE AGREEMENT, *supra* note 10, at 301 (same); FREUND, *supra* note 1, at 387 (observing that “[l]awyers for the parties run a poor second” in the choice of an escrow agent). “Needless to say, each party has to be convinced of the fairness of the escrow agent for the situation to work; and the escrow agent must be careful to treat the matter on an absolutely even-handed basis.” FREUND, *supra* note 1, at 388.

¹⁹ The parties negotiate the amount placed into escrow, which is typically either the maximum amount that a party may recover or simply the amount the Seller is willing to defer to provide security for the Buyer. See ABA MODEL STOCK PURCHASE AGREEMENT, *supra* note 10, at 206 (“The amount...of the escrow will be determined by negotiation, based on the parties’ analyses of the magnitude and probability of potential claims”); FREUND, *supra* note 1, at 385-86; Gentle & Heminway, *supra* note 7, at 221 n.20; Hamilton & Heminway, *supra* note 8, at 221 n.30. In this Agreement, the drafter expresses the Escrow Amount and other significant numbers in the text in both words and arabic numerals. Some practitioners prefer to include important dollar amounts and other numerical expressions in words on the theory that the practitioners are less likely to make a mistake or transposition with words than with arabic numerals. These practitioners also then may express the dollar amount or other number in arabic numerals in parentheses following the words as a “double check.” In the event of an inconsistency, the drafter typically then would argue that the expression of the number in words should control.

²⁰ See ABA MODEL STOCK PURCHASE AGREEMENT, *supra* note 10, at 303 (“Interest and other earnings on the funds held in escrow are retained by the Escrow Agent and are thus available to satisfy claims. Occasionally, [t]he Sellers will seek to provide that these amounts are to be paid to them currently.”).

²¹ In this Agreement, Sections 3 and 5 (depending on how Section 5 ultimately is drafted) may result in disbursements from the amounts deposited into the Escrow Account.

Agreement. The Escrow Account shall be segregated from all other accounts and shall name Seller as beneficiary. Seller's Federal Tax I.D. Number is

²³

2. The Escrow Agent shall invest the Escrow Funds in one or more money market account(s), federally insured deposit account(s) or U.S. Treasury security(ies) with a maturity of not longer than [**12 months from closing date**], as directed by Seller from time to time, for the benefit of Seller.²⁴ The taxable income earned on the Escrow Account shall be allocated to Seller.²⁵ The Escrow Agent shall not be responsible for any loss, diminution in value or failure to achieve a greater profit as a result of any investment made in accordance with this paragraph 2. Also, the Escrow Agent assumes no responsibility for, nor shall the Escrow Agent be held liable for, any loss that arises from the fact that the Escrow Funds exceed \$100,000

²² If the property the Seller deposits into escrow is not cash or a cash equivalent, the drafter must provide for control and care of the escrowed property during the time that the escrow is in effect, including the right to vote and/or sell securities, the right to dividends and distributions on any securities, the valuation of securities for deposit and distribution purposes and the acquisition and maintenance of insurance for tangible assets. See KLING & NUGENT, *supra* note 2, at § 15.06[3][a] (noting issues that arise when securities are used as escrow collateral); *id.* at § 15.06[3][d] (noting the need to provide for dividends on securities held in escrow). Moreover, federal income tax effects may be different, especially if the stock is issued in a tax-deferred reorganization. See *id.* at §§ 3.03[6], 3.04[1][b].

²³ An escrow agent must file an information return with the Internal Revenue Service and typically will provide a Form W-9 to the party entitled to receive the earnings on the escrowed funds to obtain that party's taxpayer identification number. See generally KLING & NUGENT, *supra* note 2, at § 15.06[3][d] (discussing federal income tax issues relating to merger or acquisition escrow arrangements). Under this Agreement, Seller is entitled to receive the earnings, or interest, on the Escrow Funds unless those earnings are needed to satisfy Buyer's claims. See *infra* note 25 and accompanying text.

²⁴ See ABA MODEL ASSET PURCHASE AGREEMENT EXHIBITS, *supra* note 2, at 53 ("It is customary for the Escrow Agreement to require that funds held in escrow be invested only in highly liquid, short-term investments"); ABA MODEL STOCK PURCHASE AGREEMENT, *supra* note 10, at 304 (same). The investment of escrowed funds instead may be: (a) delegated to the escrow agent with a full release for failure to produce an acceptable yield; or (b) within the discretion of one of the parties. The nature and applicable maturity date of any investment permitted or required to be made with escrowed funds is negotiated by the parties and may depend upon the duration of the escrow, see *infra* note 27, the estimated probability that escrowed funds will be released to the buyer during escrow period and other factors.

²⁵ See FREUND, *supra* note 1, at 387 (describing generally the seller's entitlement to interest on the escrowed funds). The parties may want to explicitly delegate in their escrow agreement the responsibility for reporting any income on the escrowed funds and paying any taxes due on that income. See ABA MODEL ASSET PURCHASE AGREEMENT EXHIBITS, *supra* note 2, at 57 (setting forth a model provision of this kind); ABA MODEL STOCK PURCHASE AGREEMENT, *supra* note 10, at 309 (same). See generally KLING & NUGENT, *supra* note 2, at § 3.02[4] (describing the income tax effects of a standard merger or acquisition escrow arrangement).

and that the excess amount is not insured by the Federal Deposit Insurance Corporation if Seller directs that the funds be invested in a specific institution(s).²⁶

3. The parties acknowledge that the Escrow Funds have been placed in escrow with Escrow Agent under the terms of Section __ of the Agreement of Purchase and Sale (the “Purchase Agreement”) for the sale of the property commonly known as Highrise Tower, Knoxville, Tennessee (the “Property”). Escrow Agent shall hold the Escrow Funds, which Escrow Agent acknowledges have been received by Escrow Agent, in escrow in accordance with the terms of this Agreement and shall disburse the Escrow Funds only under the terms of this Agreement. If Buyer has not given a notice to Escrow Agent and Seller on or before _____, 2007 [***12 months from closing date***]²⁷ (the “Termination Date”), that Buyer claims it is entitled to all or any portion of the Escrow Funds as a result of a breach by Seller of any of its warranties or representations²⁸ contained in Section

²⁶ The last two sentences of Section 2 alternatively could be inserted in Section 4 (with other provisions relating to the rights and responsibilities of the parties). The earlier placement of these sentences in this Agreement is designed to confirm at the outset that the Escrow Agent’s burdens under this Agreement are accompanied by certain important limitations on its liability.

²⁷ The term of the escrow period is often tied to the private “statute of limitations” included in the purchase agreement—the section in the purchase agreement that provides for the survival of representations and warranties after the closing. See ABA MODEL ASSET PURCHASE AGREEMENT EXHIBITS, *supra* note 2, at 54 (commenting that the term of the escrow “is often the same as the general time limit provided for assertion of claims in the acquisition agreement”); ABA MODEL STOCK PURCHASE AGREEMENT, *supra* note 10, at 306 (same); FREUND, *supra* note 1, at 386; KLING & NUGENT, *supra* note 2, at § 15.06[3][c].

²⁸ The “trigger” for release of some or all of the escrowed funds could be the occurrence of any breach under the purchase agreement (as is the case in this Agreement) or any other transactional document, any other specified event, etc. See *Ryan v. Tad’s Enters., Inc.*, 709 A.2d 682, 696 (Del. Ch. 1996) (describing an escrow to secure indemnification obligations in an asset acquisition); *Manor Healthcare Corp. v. Tolbert*, No. 8425, 1986 Del. Ch. LEXIS 419, at *2-4 (Del. Ch. May 13, 1986) (describing an escrow covering breaches of representations and warranties under an acquisition agreement); Richard D. Nix & Timothy Verrall, *Employee Benefit Issues in Mergers and Acquisitions*, 25 OKLA. CITY U. L. REV. 435, 464 (2000) (mentioning the potential for handling severance liabilities through an escrow). Acquirors in mergers and acquisitions commonly use escrows as risk allocation devices in acquiring businesses that are or may be subject to product liability or environmental claims. See *Ramirez v. Amsted Indus., Inc.*, 431 A.2d 811, 822-23 (N.J. 1981) (“a corporation planning the acquisition of another corporation’s manufacturing assets has certain protective devices available to insulate it from the full costs of accidents arising out of defects in its predecessor’s products.... [I]t can enter into full or partial indemnification or escrow agreements with the selling corporation.”); Eva M. Fromm et al., *Allocating Environmental Liabilities in Acquisitions*, 22 IOWA J. CORP. L. 429, 464 (1997) (“The purchaser may also need to consider establishing an escrow at closing (with the funds taken out of the purchase price) to address known environmental liabilities”); Kenneth S. Rivlin & Jamaica D. Potts, *Not So Fast: The Sealed Air Asbestos Settlement and Methods of Risk Management in the Acquisition of Companies with Asbestos Liabilities*, 11 N.Y.U. ENVTL. L.J. 626, 659 (2003) (mentioning an escrow as a possible means of dealing with contingent asbestos claims in corporate acquisitions); Anthony D.

___ of the Purchase Agreement (a “Claims Notice”),²⁹ then on _____, 2007 [***one day after the Termination Date***] (the “Disbursement Date”), Escrow Agent shall disburse the Escrow Funds to Seller.³⁰ The form of Claims Notice is attached as Exhibit A.³¹ If Buyer does provide a Claims Notice to Escrow Agent and Seller on or before the Termination Date, then Escrow Agent shall not disburse that portion of the Escrow Funds to which Buyer claims it is entitled (the “Claimed Funds”) until the Escrow Agent has received joint written instructions from Seller and Buyer or a final court order issued by a court of competent jurisdiction (after the expiration of any periods for further appeals, with no appeal then having been perfected)³² directing Escrow Agent as to how it should disburse the Claimed Funds.³³ If Escrow Agent does not receive notice from Seller acknowledging Buyer’s

Shaffer, Comment, *Successor Liability for the Predecessor's Defective Product: Should Predecessors Have Their Cake and Eat It Too?*, 23 CAP. U. L. REV. 1003, 1036 (1994) (noting the potential use of escrows in allocating the risk of product liability claims arising out of events occurring prior to the closing of a corporate acquisition). Regardless of the nature of the triggers for claims against an acquisition escrow, it is very important to draft the provisions regarding the triggers and the related claims procedures with exceptional clarity. See Howard L. Shecter, *Selected Risk Issues in Merger and Acquisition Transactions*, 51 U. MIAMI L. REV. 719, 758 (1997) (mentioning the prospects of litigation arising out of a lack of clarity in an escrow arrangement).

²⁹ See generally FREUND, *supra* note 1, at 387 (“If the purchaser has a claim against the fund, he gives written notice to the escrow agent”); KLING & NUGENT, *supra* note 2, at § 15.06[3] (“[T]he Buyer will notify the escrow agent of an asserted indemnification claim”).

³⁰ See FREUND, *supra* note 1, at 386 (“The terms of the usual escrow provide that if no claims are outstanding when it is scheduled to terminate, the entire remaining fund goes to the seller”).

³¹ Attaching (or otherwise specifying) a form of claims notice for use under an escrow agreement can be of great use to the parties. The parties can use the form of notice as a means of assuring clarity in the escrow triggers and claims procedures. See Schecter, *supra* note 28. This device allows a buyer merely to set forth, in accordance with the requirements of the form, the reasons for and evidence of the breach or other triggering event, and the seller and escrow agent each know what to expect in the event of a breach or other triggering event.

³² It is important that the language regarding the finality of a court order be as precise as possible so that the parties to the Agreement are clear on the timing of disbursements of Claimed Funds from the Escrow Account. A lack of clarity on this matter may result in further disputes among (and resultant expenditures by) the parties. See generally Shecter, *supra* note 28.

³³ See ABA MODEL ASSET PURCHASE AGREEMENT EXHIBITS, *supra* note 2, at 54 (“If disputed, the funds are held until ultimate resolution of the claim by the parties or litigation.... Funds that are the subject of a disputed claim continue to be held until resolution of the claim; if the amount of the disputed claim is unknown, all of the funds will continue to be held until resolution of the claim.”); ABA MODEL STOCK PURCHASE AGREEMENT, *supra* note 10, at 300 (“[T]he typical institutional Escrow Agreement provides that the Escrow Agent may ‘freeze’ and retain the funds at issue until conflicting demands are resolved by agreement of the parties or a non-appealable court order.”); FREUND, *supra* note 1, at 386 (“[I]f claims have been made against the escrow which are not resolved as of [the date of termination of the escrow], then an amount equal to the aggregate claims is retained

right to the Claimed Funds within _____ (__) business days³⁴ of Escrow Agent's receipt of the Claims Notice, then Seller shall be deemed to have objected to the Claims Notice.³⁵ If Buyer gives one or more Claims Notices on or before the Termination Date for less (in the aggregate) than the Escrow Funds, then on the Disbursement Date, the excess of the Escrow Funds over the Claimed Funds (in the aggregate) shall be disbursed to Seller.³⁶ Any Claims Notice given by Buyer shall include a certification, on which Escrow Agent may conclusively rely, that Buyer has given to Seller a copy of the Claims Notice under the terms of this Agreement simultaneously with the giving of the Claims Notice to Escrow Agent.

Under the Purchase Agreement, Buyer must initiate litigation in a state or federal court located in Knox County, Tennessee, within ninety (90) days after a

by the escrow agent, pending resolution of the matters.”); *id.* at 387 (“The escrow agent is entitled to the insertion of provisions permitting it to hold the funds in the event of a dispute until the parties agree on the disposition, or a court issues an order on the point.”); KLING & NUGENT, *supra* note 2, at § 15.06[3] (“If the Seller does dispute the claim, the escrow agent will retain such amount in escrow pending resolution of the dispute.”).

³⁴ Some parties will include a definition of “business day” in their agreement to avoid dealing with questions regarding differences in holidays under corporate policies, state laws, and federal laws. *See* Gentle & Heminway, *supra* note 7, at 223 n.24; Hamilton & Heminway, *supra* note 8, at 219 n.25. For example, Patriots’ Day is a state holiday in Massachusetts. State offices and some Massachusetts businesses are closed on that day. *See* Massachusetts Secretary of State, Citizen Information Service, *Massachusetts Legal Holidays*, <http://www.sec.state.ma.us/cis/cishol/holidx.htm> (last visited Feb. 12, 2006). The Buyer here uses a Massachusetts street address, making Patriots’ Day potentially relevant to this Agreement. *See infra* Section 6.

³⁵ The use of a default provision here is important because the parties may or may not be attentive to the specifics of their obligations under this Agreement at the time a claim is made. Moreover, Escrow Agent may demand the insertion of a provision of this kind in order to clarify its responsibilities and obligations in the absence of any communication from Seller. In many circumstances, Seller’s failure to object would be interpreted as an acceptance of the validity of Buyer’s claim, absent an express provision in the Escrow Agreement. *See* ABA MODEL ASSET PURCHASE AGREEMENT EXHIBITS, *supra* note 2, at 51 (noting, with respect to model provisions for an included form of escrow agreement, “[i]f a claim for indemnification is made and not disputed within thirty days, it is treated as admitted and paid by the Escrow Agent.”); ABA MODEL STOCK PURCHASE AGREEMENT, *supra* note 10, at 305 (same); FREUND, *supra* note 1, at 387 (stating, in describing standard escrow mechanics, that where “the seller does not object in writing to the claim within a specified short period of time, the escrow agent pays the amount of the claim to the purchaser.”); KLING & NUGENT, *supra* note 2, at § 15.06[3] (“[I]f Seller does not dispute the Buyer’s claim, the escrow agent will release from the escrow to the Buyer the amount of such claim.”).

³⁶ *See* FREUND, *supra* note 1, at 386 (“The seller should always insist that if the amount claimed is less than the total in the escrow fund, the excess should promptly be released to the seller at the end of the fixed escrow period.”).

Claims Notice is issued.³⁷ Buyer shall provide Escrow Agent with a copy of any complaint filed and summons issued as to matters raised in a Claims Notice within ninety (90) days of each Claims Notice.³⁸

4. The parties to this Agreement understand and agree to the matters set forth below.

(a) The Escrow Agent is not a trustee for any party for any purpose and is merely acting as a depository and in a ministerial capacity under this Agreement with the limited responsibilities and other obligations³⁹ prescribed in this Agreement.⁴⁰

³⁷ The escrow agent may require that all legal actions relating to the escrow be brought in the same jurisdiction in which its office is located. See ABA MODEL ASSET PURCHASE AGREEMENT EXHIBITS, *supra* note 2, at 59; see also *infra* note 46.

³⁸ In the alternative, the parties could have provided for arbitration or mediation in the Purchase Agreement. Cf. ABA MODEL ASSET PURCHASE AGREEMENT EXHIBITS, *supra* note 2, at 54 (noting that, when the agreement calls for arbitration, “the Escrow Agreement should be modified to provide for release of funds on the basis of the arbitral award”); ABA MODEL STOCK PURCHASE AGREEMENT, *supra* note 10, at 305 (same). It is important to note here that the merger or acquisition agreement may provide for the method of dispute resolution. These merger or acquisition agreement provisions, if broadly drafted, also may govern disputes under an ancillary agreement, including an escrow agreement. Accordingly, it is critical that the parties to a merger or acquisition transaction clearly draft any alternative dispute resolution provisions governing some or all aspects of the transaction. See generally *Frounfelker v. Identity Group, Inc.*, No. M2001-02542-COA-R3-CV, 2002 Tenn. App. LEXIS 390, at *9-10 (Tenn. Ct. App. June 5, 2002) (declining to apply an arbitration provision in an acquisition agreement to a claim under an ancillary employment agreement because the parties’ intent to arbitrate employment disputes was not clear); Patrick V. Fiel, Jr., Case Commentary, *Employment agreement providing judicial remedies for dispute supercedes asset purchase agreement’s arbitration clause*, 4 TRANSACTIONS: TENN. J. BUS. L. 283, 283 (2003) (commenting on *Frounfelker*).

³⁹ The words “responsibilities and other obligations” denominate the tasks the Escrow Agent has agreed to perform under this Agreement. An effort has been made to use these words consistently throughout the Agreement. See FOX, *supra* note 17, at 78-79 (extolling the virtues of consistency in legal drafting).

⁴⁰ This provision and other exculpatory provisions in this Agreement are customary in escrow transactions of this type. See ABA MODEL ASSET PURCHASE AGREEMENT EXHIBITS, *supra* note 2, at 54-57 (including various provisions limiting the liability of the escrow agent in Sections 5 and 6 of a model escrow agreement); ABA MODEL STOCK PURCHASE AGREEMENT, *supra* note 10, at 306-09 (same); FREUND, *supra* note 1, at 387 (“The usual exculpatory provisions, narrowly defining the role of the escrow agent, are very much in order.”); KLING & NUGENT, *supra* note 2, at § 15.06[3][d] (“The escrow agent will require that exculpatory provisions, narrowly defining its role, as well as an agreement by both Buyer and Seller to indemnify the escrow agent (with the usual exception for willful misconduct and negligence/gross negligence), be inserted into the escrow agreement.”). In

(b) The Escrow Agent has no responsibility in respect of any notice, instruction or certificate given to it, other than faithfully to carry out its responsibilities and other obligations under this Agreement and to follow the directions in any notice or instruction given in accordance with the terms of this Agreement.

(c) The Escrow Agent shall not be liable for any action taken or omitted by it in good faith and may rely upon, and act in accordance with, the advice of its counsel without liability on its part for any action taken or omitted in accordance with that advice.

(d) The Escrow Agent may conclusively rely upon, and act in accordance with, any notice (given in a manner permitted by Section 6 below) reasonably believed to be genuine and to have been signed or communicated by the proper party or parties.

(e) Escrow Agent shall not be required to defend any legal proceeding that may be instituted against it in respect of the subject matter of this Agreement unless it is requested to do so by Buyer or Seller and unless Escrow Agent is indemnified to its satisfaction against the cost and expense of its defense (including without limitation the reasonable fees and disbursements of counsel). If any legal proceeding is instituted against it in respect to the subject matter of this Agreement, Escrow Agent agrees promptly to give notice of the proceeding to both Buyer and Seller. Escrow Agent shall not be required to institute legal proceedings of any kind, except as provided in paragraph (h) of this Section 4. In the event of any dispute, Escrow Agent may file an interpleader in the Chancery Court for Knox County, Tennessee. In any interpleader filed by Escrow Agent in the Chancery Court, upon deposit of the entire Escrow Account with that court, Escrow Agent shall have no further responsibilities or other obligations under this Agreement, and

general, escrow agents, especially institutions, desire to limit their obligations and liabilities as much as possible in these arrangements. See ABA MODEL STOCK PURCHASE AGREEMENT, *supra* note 10, at 300 (“Institutional Escrow Agents are generally unwilling to submit themselves to any risk resulting from the conflicting demands by the Buyer and the Sellers.”). Institutions and individuals who frequently serve as escrow agents may have preferred forms of exculpatory language that they want included in the agreement. See ABA MODEL ASSET PURCHASE AGREEMENT EXHIBITS, *supra* note 2, at 51-52; ABA MODEL STOCK PURCHASE AGREEMENT, *supra* note 10, at 301 (“Counsel will normally find that negotiation of the Escrow Agreement is expedited if the Escrow Agent is invited to supply its own preferred version of the exculpatory provisions to be included in the Escrow Agreement.”). In cases where the escrow agent or an affiliate is otherwise being compensated in connection with the transaction, the escrow agent typically is not separately compensated for its services as escrow agent. In that case, the parties typically would include language in this paragraph to that effect (e.g., by adding the words “without charging a fee” at the end of the last sentence of the paragraph).

Escrow Agent shall be released and discharged from its responsibilities and other obligations under this Agreement.⁴¹

(f) Each of Seller and Buyer jointly and severally indemnifies the Escrow Agent for, and holds it harmless against, any loss, liability or expense incurred without negligence or bad faith on the part of Escrow Agent arising out of or in connection with the acceptance or performance of its responsibilities and other obligations under this Agreement, as well as the costs and expenses, including reasonable attorneys' fees and disbursements, of defending against any claim or liability arising under this Agreement (an "Indemnified Expense"); provided, however, that if the Indemnified Expense is incurred because of the fault of either Seller or Buyer, then, as between Seller and Buyer, the party at fault shall be responsible for the cost and indemnifies the other party for any loss, cost or expense (including reasonable attorneys' fees, costs and disbursements) incurred as a result.

(g) Upon disbursement in full of the Escrow Funds in accordance with this Agreement, this Agreement shall terminate, and all rights, responsibilities and other obligations of the Escrow Agent shall be deemed to have been satisfied.

(h) The Escrow Agent (and any successor Escrow Agent) may at any time resign from service under this Agreement by giving fourteen (14) days' written notice to all other parties to this Agreement, provided: (i) the Escrow Agent returns all fees paid to it; (ii) the Escrow Agent delivers the Escrow Funds (including any interest that is part of the Escrow Funds) to the successor Escrow Agent appointed pursuant to this provision; and (iii) the Escrow Agent continues to serve until the successor Escrow Agent is appointed. In the event of a resignation by an Escrow Agent, Buyer and Seller shall attempt to agree in writing upon a successor Escrow Agent. If Buyer and Seller do not reach a written agreement within ten (10) days following notice from the Escrow Agent of its resignation, the Escrow Agent shall file a petition in the Chancery Court for Knox County, Tennessee, requesting the court to appoint a successor Escrow Agent. The Escrow Agent may be removed and replaced at any time by an instrument signed by all other parties to this Agreement and delivered to the Escrow Agent.⁴²

⁴¹ A mandatory arbitration provision is an alternative. See *supra* note 38.

⁴² Although parties to escrow agreements often overlook a provision regarding resignation, removal and replacement of an escrow agent, this type of provision may prove useful. See ABA MODEL ASSET PURCHASE AGREEMENT EXHIBITS, *supra* note 2, at 56 ("The parties may wish to include a provision permitting them to replace the Escrow Agent."); ABA MODEL STOCK PURCHASE AGREEMENT, *supra* note 10, at 308 (same).

5. For its services, the Escrow Agent shall be paid a fee of _____ dollars (\$_____) to be paid _____.⁴³

6. Each notice, instruction or certificate required or permitted by the terms of this Agreement shall be in writing and shall be communicated (by a party to this Agreement or its counsel) by personal delivery, recognized overnight delivery service or facsimile transmission (but only by a machine that produces acknowledgment of delivery of the transmission, with an original forwarded the same day as the facsimile transmission by a recognized overnight delivery service) to the parties to this Agreement at their respective addresses shown below or, in the case of any party, at any other address designated by that party in a notice to each of the others:⁴⁴

⁴³ Typically, an escrow agent receives a fixed fee for its services. The fee (a) may be paid in full by either party (in a lump sum or on a periodic basis) or out of the escrowed funds; or (b) may be apportioned between the buyer and seller and paid at closing. See ABA MODEL ASSET PURCHASE AGREEMENT EXHIBITS, *supra* note 2, at 56 (“The allocation of responsibility for the Escrow Agent’s fees and expenses is often the subject of negotiation.”); ABA MODEL STOCK PURCHASE AGREEMENT, *supra* note 10, at 309 (same); FREUND, *supra* note 1, at 387 (“Escrow fees can either be split or paid by the purchaser for whose benefit the escrow exists.”); KLING & NUGENT, *supra* note 2, at § 15.06[3][d] (“Escrow fees can either be split or paid by the Buyer for whose benefit the escrow exists.”). Where more lengthy escrows (over one year in duration) are arranged, the parties may agree that one or the other will pay the escrow agent’s fees on a periodic (often quarterly) basis.

⁴⁴ See ABA MODEL ASSET PURCHASE AGREEMENT EXHIBITS, *supra* note 2, at 57-58 (including a similar provision in Section 8 of a model escrow agreement).

To Seller: ABC FAMILY PARTNERSHIP, LLC
1354 South Gay Street
Knoxville, Tennessee 37902
Attention: B.I.G. Cheese
Telephone: (865) 555-7777
Facsimile: (865) 555-5555

with a copy to: GENTRY, TIPTON & MCLEMORE, P.C.
900 South Gay Street
Suite 2300 Riverview Tower
Knoxville, Tennessee 37902
Attention: Timothy M. McLemore, Esq.
Telephone: (865) 525-5300
Facsimile: (865) 523-7315

To Buyer: DOWNTOWN CENTER LIMITED
PARTNERSHIP
200 Maine Street
Boston, Massachusetts 02109
Attention: Ira Dealmaker
Telephone: (617) 555-2050
Facsimile: (617) 555-2054

with a copy to: BIG FIRM, P.C.
1500 Atlantic Avenue
Boston, Massachusetts 02110
Attention: Ima Powerbroker, Esq.
Telephone: (617) 555-4020
Facsimile: (617) 555-7569

To Escrow Agent: TENNESSEE TITLE INSURANCE CO.
Suite 1500 First Tennessee Plaza
800 South Gay Street
Knoxville, Tennessee 37902
Attention: Terry Title, Esq.
Telephone: (865) 555-6254
Facsimile: (865) 555-6749

All notices, instructions or certificates given under this Agreement shall be effective: (a) upon delivery; or (b) upon attempted delivery by (i) recognized overnight delivery service or (ii) facsimile transmission (provided that the transmitting machine has produced an acknowledgment of delivery). Copies delivered to counsel in accordance with this Section 6 shall not constitute notice to the party represented by that counsel.

7. This Agreement may be modified, altered, amended, canceled or terminated only by the written agreement of all of the parties to this Agreement.⁴⁵

8. This Agreement shall be governed by and construed in accordance with the laws of the State of Tennessee⁴⁶ and shall be binding upon and shall inure to the benefit of the parties to this Agreement and their respective successors in interest and assigns.

9. This Agreement may be executed in two (2) or more counterparts, each of which shall constitute an original and all of which together shall constitute one agreement.⁴⁷

⁴⁵ See *id.* at 59 (including a similar provision in Section 13 of a model escrow agreement).

⁴⁶ The purchase agreement will typically include negotiated choice of law and venue provisions when the parties are from different states. The escrow agent may insist that the law of its state control the obligations that the escrow agreement creates. See *id.* (“The Escrow Agent will often require that the governing law of the state in which its office is located be chosen..., even if different from the governing law...specified by the Model Asset Purchase Agreement.”). Counsel for the parties must ensure that the drafting of the choice of law provision in the merger or acquisition agreement and the drafting of the choice of law provision in the escrow agreement and other ancillary agreements do not conflict. See FOX, *supra* note 17, at 80 (“It is not at all unlikely that the boilerplate provisions, such as the governing law, notice, assignment and consent to jurisdiction provisions, will be different in form (and perhaps in substance) in each of the precedents. The draftsman should work at making these provisions consistent.”).

⁴⁷ See ABA MODEL ASSET PURCHASE AGREEMENT EXHIBITS, *supra* note 2, at 58 (including a similar provision in Section 10 of a model escrow agreement).

The parties to this Agreement have caused this Agreement to be executed by their duly authorized agents on the day and year first above written as an instrument under seal.⁴⁸

ESCROW AGENT:

TENNESSEE TITLE INSURANCE CO.

By: _____
Terry Title
President

SELLER:

ABC FAMILY PARTNERSHIP, LLC,
a Tennessee limited liability company

By: _____
Joe Smith
Chief Manager⁴⁹

BUYER:

DOWNTOWN CENTER LIMITED
PARTNERSHIP,
a Delaware limited partnership

⁴⁸ The execution of a document under seal is required or recommended in particular jurisdictions for specified purposes. See FOX, *supra* note 17, at 159; Joan MacLeod Heminway & Jackie G. Prester, *Bank Mergers in Tennessee: An Annotated Model Tennessee Bank Merger Agreement*, 6 TRANSACTIONS: TENN. J. BUS. L. 247, 318 n.105 (2005).

⁴⁹ As Chief Manager of Seller, Joe Smith likely is a manager of Seller and, accordingly, is likely authorized to execute this Agreement on Seller's behalf. See TENN. CODE ANN. § 48-249-402(b)(1) (2005). Nevertheless, it is customary for Buyer and Escrow Agent to request a certificate attesting to Joe Smith's authority to execute the agreement on Seller's behalf. See HAGGARD, *supra* note 13, at 20 ("If the intent is to bind a business entity, then the drafter should ensure that the person signing the contract on behalf of the entity has the authority to do so."). These certificates frequently are called "incumbency certificates." See Stephan Hutter, *The Corporate Opinion in International Transactions*, 1989 COLUM. BUS. L. REV. 427, 444-45 (1989) (describing incumbency certificates).

By: Downtown Center, Inc.,
its General Partner

By: _____
Bob Jones
President and Treasurer⁵⁰

⁵⁰ A signature block like this one is commonly used for limited partner signatories. See FOX, *supra* note 17, at 155 (noting the propriety of this type of signature block for execution of a contract by a partnership). Although the general partner of a Delaware limited partnership has default statutory authority to bind the partnership, DEL. CODE ANN. tit. 6, § 17-403 (2005), and the President of a corporation often has authority to bind the corporation, Nelson P. Lovins, *Corporate Officer and Director Authority: The Parameters*, 6 SUFFOLK J. TRIAL & APP. ADVOC. 1, 2-4 (2001), Seller and Escrow Agent typically would request incumbency certificates from Buyer and its general partner confirming these signatory authorities. See Hutter, *supra* note 49, at 444-51.

Exhibit AForm of Claims Notice

[date]

TENNESSEE TITLE INSURANCE CO.
Suite 1500 First Tennessee Plaza
800 South Gay Street
Knoxville, Tennessee 37902
Attention: Terry Title, Esq.

ABC FAMILY PARTNERSHIP, LLC
1354 South Gay Street
Knoxville, Tennessee 37902
Attention: B.I.G. Cheese

Re: Escrow Agreement, dated as of _____, 2006
among DOWNTOWN CENTER LIMITED
PARTNERSHIP, ABC FAMILY PARTNERSHIP, LLC and
TENNESSEE TITLE INSURANCE CO. (the “Escrow
Agreement”)

Ladies and Gentlemen:

In accordance with Section 3 of the Escrow Agreement, we advise you that we assert a claim against the Escrow Funds as a result of a breach by Seller of any of its warranties or representations contained in Section __ of the Purchase Agreement. This letter is a Claims Notice under Section 3 of the Escrow Agreement. Specifically, we assert a breach by Seller of each of the following warranties or representations for the reasons set forth opposite the section reference:

Paragraph in Section __ of the Purchase Agreement	Brief Description of Facts Underlying the Asserted Breach

Based on the foregoing, we claim entitlement to \$_____ of the Escrow Funds as Claimed Funds in accordance with Section 3 of the Escrow Agreement. We

understand that the Claimed Funds shall not be disbursed by Escrow Agent except in accordance with Section 3 of the Escrow Agreement.

Capitalized terms used and not defined in this Claims Notice have the meanings that have been assigned to them in the Escrow Agreement. This Claims Notice shall be governed by and construed in accordance with the laws of the State of Tennessee.⁵¹

Very truly yours,

DOWNTOWN CENTER LIMITED
PARTNERSHIP,
a Delaware limited partnership

By: Downtown Center, Inc.,
its General Partner

By: _____
Name:
Title:⁵²

cc: GENTRY, TIPTON & MCLEMORE, P.C.
900 South Gay Street
Suite 2300 Riverview Tower
Knoxville, Tennessee 37902
Attention: Timothy M. McLemore, Esq.

⁵¹ The choice of law here should be the same as that specified in the Escrow Agreement. *See supra* note 46.

⁵² The Claims Notice should be signed by an officer of the general partner who has authority to execute this letter on behalf of the general partner under state law, corporate organizational documents (charter and bylaws), and applicable board resolutions. *See supra* note 50 and accompanying text.

Revista de Estudos Tributários

ANO XX — Nº 117 — SET-OUT 2017

REPOSITÓRIO AUTORIZADO DE JURISPRUDÊNCIA

Supremo Tribunal Federal — Nº 29/2000

Superior Tribunal de Justiça — Nº 42/1999

Tribunal Regional Federal da 1ª Região — Nº 21/2001

Tribunal Regional Federal da 2ª Região — Nº 1999.02.01.057040-0

Tribunal Regional Federal da 3ª Região — Nº 22/2010

Tribunal Regional Federal da 4ª Região — Nº 07/0042596-9

Tribunal Regional Federal da 5ª Região — Nº 10/2007

EDITORIAL SÍNTESE

DIRETOR EXECUTIVO: Elton José Donato

GERENTE EDITORIAL: Milena Sanches Tayano dos Santos

COORDENADOR EDITORIAL: Cristiano Basaglia

EDITOR: Cristiano Basaglia

EDITORIAL IET — INSTITUTO DE ESTUDOS TRIBUTÁRIOS

DIRETORES

Milton Terra Machado

Hebe Bonazzola Ribeiro

Geraldo Bemfica Teixeira

CONSELHO EDITORIAL

Helena Taveira Tôres, Hugo de Brito Machado, Humberto Bergmann Ávila, Ives Gandra da Silva Martins, José Mörschbacher, Kiyoshi Harada, Leandro Paulsen, Misabel Derzi, Paulo de Barros Carvalho, Paulo de Melo Aleixo, Renato Lopes Becho, Roberto Ferraz, Roque Carrazza, Waldir Luiz Becker

COMITÊ TÉCNICO

Adler Baum, Adolpho Bergamini, Carlos Mário da Silva Velloso, Carlos Roberto Lofego Canibal, Fernando Dantas Casillo Gonçalves, Henrique Tróccoli Júnior, Marcel Gulin Melhem, Paulo de Mello Aleixo, Paulo de Vasconcellos Chaves, Wilson Darós

COLABORADORES DESTA EDIÇÃO

Antônio Carlos da Silva Neto, José Mörschbacher, Marcel Gulin Melhem, Marco Aurélio Greco, Michel Gulin Melhem, Milton Terra Machado, Paulo Caliendo

O Contrato de Compra e Venda de Quotas e a Tributação Incidente sobre os Valores Depositados na *Escrow Account*

ANTÔNIO CARLOS DA SILVA NETO

Mestrando em Direito Público na Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), Especialista em Direito Tributário, Financeiro e Econômico pela UFRGS, MBA em Direito da Economia e da Empresa pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), Membro da Fundação Escola Superior de Direito Tributário (FESDT) e do Instituto de Estudos Tributários (IET), Advogado em Porto Alegre.

RESUMO: Partindo do pressuposto de que as operações de compra e venda de quotas de empresas de responsabilidade limitada normalmente envolvem aspectos de diversas áreas, tais como Direito, Economia, Contabilidade, Recursos Humanos, entre outras, a complexidade dos contratos elaborados para acobertar tais operações é assunto que merece reflexão. Além disso, tendo em vista que cada operação apresenta as suas próprias características, ou seja, não há uma fórmula padrão a ser utilizada e considerando-se o volume de operações realizadas nos últimos anos envolvendo valores expressivos, o assunto ganha ainda mais relevância. Nesse sentido, serão examinadas, ainda que de forma objetiva, as cláusulas básicas que usualmente constam em contratos dessa natureza, com destaque para determinados aspectos controvertidos decorrentes das disposições contratuais concernentes à conta de depósito em garantia, chamada *escrow account*, especialmente no que se refere à tributação incidente sobre o ganho de capital em relação aos rendimentos depositados na *escrow account*.

PALAVRAS-CHAVE: Contrato de compra e venda de quotas; sociedade limitada; cláusulas básicas; conta de depósito em garantia (*escrow account*); tributação; ganho de capital.

ABSTRACT: Assuming that the purchase and sale of limited liability companies shares operations typically involve aspects of different areas such as Law, Economics, Accounting, Human Resources, among others, the complexity of contracts designed to cover up such operations is subject that deserves reflection. Moreover, given that each operation has its own characteristics, that is, there is no standard formula to be used, and considering the volume of transactions carried out in recent years involving significant amounts, it becomes even more important. In this sense, it will be examined, although in an objective way, the basic clauses that usually appear in contracts of this nature, with emphasis on certain controversial aspects arising from the contractual provisions concerning escrow account, especially regarding to the taxation levied on the capital gain in relation to the income deposited in the escrow account.

KEYWORDS: Purchase agreement and sale of shares; limited society; basic provisions; escrow account; taxation; capital gain.

SUMÁRIO: Introdução; Parte I — O contrato de compra e venda de quotas; a) Aspectos preliminares das operações de compra e venda de quotas; b) Análise dos elementos essenciais do contrato; Parte II — A cláusula do depósito em garantia (*escrow account*); a) Os efeitos da cláusula do depósito em garantia; b) A tributação sobre valores depositados na *escrow account*. Análise de caso concreto; Conclusão; Referências.

INTRODUÇÃO

Mesmo com as diversas crises econômicas das duas últimas décadas, o Brasil vivencia intenso movimento de operações de fusões e aquisições de empresas, em transações que movimentam valores expressivos na economia, cujo fenômeno verifica-se em praticamente todas as economias capitalistas do mundo.

Neste contexto, os processos de reorganização societária realizados por meio de operações de compra e venda de quotas afetam diretamente a sociedade, pois envolvem diversas áreas – Direito, Economia, Contabilidade, Recursos Humanos, entre outras –, o que torna o assunto fascinante. Além disso, cada situação apresenta características particulares, de modo que não há uma fórmula mágica a ser seguida para garantir o sucesso da operação.

Tradução da expressão do mercado anglo-saxão *mergers and acquisitions* (M&A), a linguagem econômica nacional consagrou o uso da expressão fusões e aquisições para se referir a qualquer tipo de contrato associativo entre empresas, de forma a identificar o conjunto de medidas de crescimento externo ou compartilhado de uma corporação, que se concretiza por meio da combinação de negócios e de reorganizações societárias.

A transferência de participações acionárias de pessoas físicas (sócios), modalidade de venda indireta, tem sido utilizada de forma preponderante nas operações de fusões e aquisições, por ser menos onerosa para efeitos tributários, bem como por ser menos complexa, burocrática e custosa para a transferência das relações jurídicas da sociedade alienada, que permanecem inalteradas, ocorrendo apenas alteração do quadro societário.

Não obstante, uma das consequências mais danosas para a sociedade ocorre quando o foco de determinado investidor concentra-se demasiadamente na busca por ganhos financeiros e aumento de participação no mercado (*market share*), deixando em segundo plano o lado humano das empresas, ou seja, os funcionários e colaboradores diretamente vinculados ao negócio.

Pois bem, no desenvolvimento do processo de análise de toda e qualquer operação de compra e venda de quotas, aspectos mercadológicos se misturam a questões estruturais, organizacionais, regulatórias, entre outras, que, por sua vez, terão impacto na valoração propriamente dita do negócio. É nessa dinâmica que se desenvolve essa modalidade de negócio, o qual tem início, normalmente, com a análise econômico-financeira da empresa-alvo.

Na sequência, ocorre a formalização do interesse do investidor (possível comprador), na forma de instrumento particular conhecido como *term sheet*, carta de intenções (*letters of intentions*), acordo de confidencialidade (*non disclosure agreement*) e memorando de entendimentos (*memorandum of unders-*

tandings). Na sequência, inicia-se o procedimento de auditoria (*due diligence*), a qual envolve a análise de aspectos jurídicos, contábeis e financeiros na empresa.

Por fim, ocorre a fase executória, que se inicia após o cumprimento de todas as condições suspensivas e da obtenção das aprovações necessárias, inclusive das entidades concorrenciais, documentada no instrumento de fechamento (*closing document*), momento em que se realiza o pagamento do preço e a assinatura dos documentos de transferência dos ativos. Normalmente, é nessa fase que as partes estabelecem as condições para a formalização da conta de depósito em garantia (*escrow account*), a qual, pela sua importância, será examinada em tópico específico na segunda parte do presente artigo, assim como a controvertida questão relativa à tributação incidente sobre o ganho de capital em relação aos rendimentos depositados na *escrow account*.

A assinatura do contrato marca o fechamento do negócio. Porém, esse será apenas o início de um processo que perdurará por alguns anos, cujo sucesso só poderá ser avaliado a médio ou longo prazo. Enfim, são justamente os aspectos peculiares e multifacetados de cada operação que tornam o seu estudo tão desafiador.

PARTE I – O CONTRATO DE COMPRA E VENDA DE QUOTAS

A) ASPECTOS PRELIMINARES DAS OPERAÇÕES DE COMPRA E VENDA DE QUOTAS

Em que pese qualquer operação de compra e venda de quotas ser geralmente um negócio complexo, as últimas décadas têm se caracterizado pelo incremento de operações destinadas à concretização da transferência de sociedades de seus antigos titulares para as mãos de investidores estratégicos (aqueles que ostentam posição relevante no mesmo ramo de atividades da empresa-alvo da transferência) ou investidores de capital. Esse fenômeno é expressão genuína da globalização.

O ingresso do investidor em determinada jurisdição pode concretizar-se por meio de investimento novo ou por intermédio da aquisição de sociedade que está em operação no mercado, seguindo, a partir da aquisição, sob o novo controle. Tudo dependerá da estratégia perseguida pelo adquirente, seja ele um grupo local ou um grupo estrangeiro.

Partindo-se do pressuposto de que o objetivo de qualquer empresa é a maximização da riqueza de seus sócios, entre as principais razões para a realização de operações de fusões e aquisições destacam-se¹:

1 RIDOLFO NETO, Arthur. Introdução às operações de fusões e aquisições e reestruturação societária. Métodos mais utilizados para a precificação de empresas. In: ROCHA, Dinir Salvador Rios da; QUATTRINI, Larissa

- (i) redirecionamento estratégico: identificação de novos nichos a serem explorados (ou reforçados) ou extinção de atividade menos lucrativa;
- (ii) necessidade de crescimento: aquisição de determinado concorrente é uma das formas mais rápidas para aumentar a participação no mercado;
- (iii) concorrência: aumentar a capacidade de concorrer ou antecipar-se a movimentações de concorrentes que visam à aquisição de uma empresa;
- (iv) conhecimento: operação pode gerar maior conhecimento tecnológico, de mercado ou de canais de distribuição;
- (v) sinergias: exceder o valor da soma de cada empresa individualmente;
- (vi) combinação de recursos complementares: unificação de atributos de uma empresa com as qualidades de outra.

Na visão de Sérgio Botrel, uma das principais motivações para a realização de operações de fusões e aquisições envolve o ganho de economia de escala e de escopo, conforme se verifica na seguinte passagem:

O agrupamento de operações de atividades de empresas que atuam no mesmo ramo, mediante algum negócio de F&A, pode gerar ganhos de economia de escala mediante o aumento da produção com a redução de custos fixos. [...] No mercado brasileiro a consolidação do setor bancário evidencia essa ordem de ideias. A união do Itaú com o Unibanco e a aquisição do Banco ABN Amro Real pelo Santander inserem-se nesse contexto.

Juntamente com os ganhos de economia de escala poderá ser vislumbrado o ganho de economia de escopo, que ocorre quando a combinação de negócios possibilita ofertar à base de clientes da empresa um rol maior de produtos ou serviços. [...] É o que ocorre, por exemplo, quando o produto de uma empresa é inserido na rede de distribuição e de vendas mais eficiente de outra empresa, juntamente com os demais produtos desta. Do mesmo modo, haverá ganho de economia de escopo quando a venda de dois produtos diferentes é complementar, de modo que vende-los em conjunto é mais fácil do que separadamente.²

Oportuno destacar que o número de operações de fusões e aquisições no Brasil, a partir de 1994, ano que marcou a estabilização econômica do País,

Teixeira (Coord.). *Direito societário: fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 23/24.

2 BOTREL, Sérgio. *Fusões & aquisições*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 29.

tem se mostrado crescente, com algumas quedas devido às conjunturas locais (2002) e mundiais (2009), conforme estudo realizado anualmente pela KPMG³.

Nada obstante, é certo que qualquer modalidade de investimento comporta riscos de naturezas diversas. Ainda assim, o mercado internacional desenvolveu certos modelos de contratos que são utilizados como parâmetro em todos os países, em que pese a especificidade de cada jurisdição e cada operação. Com efeito, na hipótese da realização de operação por meio do que se denomina contrato de compra e venda de quotas, pode-se afirmar que é espécie do gênero dessa modalidade contratual, muito embora comporte condições específicas decorrentes do estado em que se encontra determinada empresa-alvo e aquilo que lograram as partes acordar no decorrer das negociações.

É certo que a aquisição de empresa em operação implica riscos de várias naturezas, em decorrência do modo de condução dos negócios e das atividades desenvolvidas pelos titulares anteriores. Deve-se atentar, entretanto, para os riscos em relação aos quais os adquirentes têm maior ou menor aversão, como é o caso de passivos fiscais, trabalhistas, ambientais e contratuais, os quais devem ser constatados por ocasião da *due diligence*.

Logo, à vista da coexistência de estratégias negociais, os instrumentos contratuais em operações de fusões e aquisições refletem os três pilares de todo e qualquer negócio e que visam mitigar os riscos do adquirente e limitar a responsabilidade do alienante, o que pode ser alcançado por meio de: declarações e garantias, indenização e conta de depósito em garantia (*escrow account*).

No essencial, o contrato de compra e venda de quotas estabelece os direitos e deveres de cada parte, tendo como finalidade evitar, ou pelo menos reduzir, a exposição a riscos desnecessários. Aconselha-se, na medida do possível, que o processo de comunicação realizado na fase preliminar seja formalizado, o que pode ser feito por meio dos seguintes documentos:

- (i) Carta de intenções (*letter of intent*): forma de convite, sem caráter vinculante, de uma das partes para dar início às negociações, com a finalidade de apresentar as linhas gerais da operação pretendida;
- (ii) Acordo de confidencialidade (*non disclosure agreement*): decorre da boa-fé objetiva entre as partes, as quais se comprometem, expressamente, a não revelar informações confidenciais obtidas durante a negociação empresarial;
- (iii) Memorando de entendimentos (*memorandum of understanding*): em razão do estreitamento da relação e dos interesses das partes

3 Disponível em: <<https://home.kpmg.com/br/pt/home/insights/2016/05/fusoes-aquisicoes-1trim-2016.html>>. Acesso em: 6 jul. 2017.

na evolução do negócio, as partes celebram um documento para limitar os elementos básicos para o prosseguimento do processo, tais como retenção de funcionários, inexistência de alteração contratual substancial, cronograma, entre outros aspectos, ou seja, praticamente um contrato preliminar;

- (iv) Acordo de base: para prever as obrigações de fazer e não fazer a que estão vinculadas as partes para a consumação final da operação.

Com efeito, a limitação da responsabilidade por sucessão do adquirente é temperada pela posição assumida pelo alienante, podendo-se afirmar que, ao fim e ao cabo, o sucesso da operação será sempre decorrente, em maior ou menor escala, de parcelas de risco do negócio assumidas pelos atores da transação, haja vista que esse é inerente a qualquer atividade empresarial.

B) ANÁLISE DOS ELEMENTOS ESSENCIAIS DO CONTRATO

Como destacado em linhas anteriores, qualquer operação de alienação de quotas é fruto de um processo complexo e flexível de negociação. A complexidade decorre da interdisciplinaridade das análises realizadas, enquanto a flexibilidade é consequência da inexistência de um procedimento cogente (legalmente previsto) a ser observado, o que permite às partes conduzir as negociações para que sejam alcançados os seus próprios interesses⁴.

Nesse sentido, passa-se a estudar, item por item, as cláusulas usualmente constantes nesse tipo de contrato, adotando-se como pano de fundo a orientação de Luiz Fernando Amaral Halembeck⁵, em artigo específico sobre o tema.

I – Sigilo e exclusividade na negociação

A cláusula de sigilo e a garantia de exclusividade na negociação são fatores essenciais que devem ser acertados entre o comprador e o vendedor preferencialmente no início da transação. Isso porque, partindo do pressuposto de que toda e qualquer operação, por mais simples que pareça ser, é uma transação complexa, e por mais que o valor envolvido não seja elevado, o montante das contingências pode assumir dimensão superior à esperada.

Colhendo ao ensejo, oportuno o ensaio apresentado por Véra Jacob de Fradera, em artigo enfocando o dever de informar ou não nos contratos:

4 Botrel, op. cit., p. 217.

5 HALEMBECK, Luiz Fernando Amaral. Compra e venda de sociedades fechadas. In: ROVAI, Armando Luiz; MURRAY NETO, Alberto (Coord.). *As sociedades por ações na visão prática do advogado*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. p. 147-168.

A empresa que pretenda limitar a difusão de informações relativamente a suas atividades no mercado pode, mediante um contrato, proteger-se contra o perigo de uma divulgação indesejada. A vantagem de utilizar essa via é a de evitar-se toda e qualquer discussão a propósito do caráter confidencial ou não das informações. Ademais, esta via contratual se revela como ideal na consecução do objetivo de obter uma proteção adequada, conforme as reais necessidades da empresa contratante.⁶

Diante desse quadro, outra alternativa não terá o possível comprador, a não ser contratar auditores e advogados para aprofundar o exame dos aspectos que envolvem o negócio, assumindo o dever de sigilo em relação às informações obtidas, cabendo ao vendedor assegurar-lhe a exclusividade da operação.

Todavia, em determinados casos, o negócio pode despertar o interesse de vários interessados, sendo que, na hipótese de o vendedor não garantir a exclusividade para nenhum deles, potenciais interessados podem optar pela desistência. Nesses casos, é comum o vendedor contratar um banco especializado ou assessor financeiro para organizar a negociação, inclusive por meio da realização de leilão privado entre os interessados para maximizar o valor do negócio.

II – Preço

É importante destacar que o valor do negócio (*valuation*) e a forma de pagamento estão sujeitos à autonomia da vontade das partes, sendo que o preço deve ser o mais líquido possível, ou seja, as partes devem identificar todas as variáveis preventivamente para evitar discussões futuras.

Entretanto, em determinados casos o preço poderá estar vinculado a eventos ainda não aferidos ou fenômenos futuros, tais como: alteração do valor do resultado operacional de período anterior, mudança de resultados futuros do negócio, modificação das condições de endividamento da empresa, necessidade de capital de giro, constituição de passivos inesperados, entre outros, sendo que, por segurança, é recomendável que a aferição contábil e financeira da empresa seja realizada por avaliador independente. Sobre a questão, Botrel destaca:

Com relação à definição do preço, deve-se registrar que muito embora sua composição dependa de inúmeros fatores, como a performance (financeira e estratégica) passada, presente e futura da empresa-alvo, as eficiências e sinergias vislumbradas pelo comprador, ou mesmo o estágio de desenvolvimento do setor em que atua a empresa-alvo, tornou-se comum a utilização de métodos de avalia-

6 FRADERA, Véra Jacob de. Informar ou não informar, eis a questão! In: MARTINS-COSTA, Judith; FRADERA, Véra Jacob de (Org.). *Estudos de direito privado e processual civil*. Em homenagem a Clóvis do Couto e Silva. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014. p. 244.

ções das empresas que levam em consideração os fluxos financeiros e rentabilidade. O fluxo de caixa descontado e os múltiplos de EBITDA são, atualmente, as técnicas mais utilizadas na avaliação de empresas de capital fechado.⁷

III – Fase única ou duas fases

De acordo com Halembeck⁸, o contrato de aquisição de uma sociedade pode ser realizado de duas formas: quando a assinatura e o fechamento do negócio, ou seja, o pagamento do preço (parcial ou total) e a transferência das quotas são realizadas na mesma data; ou quando o contrato será assinado em uma determinada data e posteriormente serão tomadas certas providências como condição para o fechamento da negociação (chamadas condições precedentes).

Na primeira modalidade, todos os elementos necessários para o fechamento da operação são providenciados previamente, sendo que as partes prosseguem em direção ao fechamento sem que haja um contrato formal dispondo sobre as regras gerais do negócio, mas apenas o acordo de confidencialidade ou o memorando de entendimentos ou, em casos mais simples, apenas combinações verbais.

Contudo, em determinadas hipóteses o contrato em fase única não representa a melhor solução, sendo que, apesar de o preço do negócio já estar definido entre as partes, até que haja o fechamento do negócio diversas providências (condições precedentes), são necessárias, tais como: transformação do tipo societário (de sociedade limitada para sociedade anônima ou vice-versa), segregação de ativos alheios ao negócio (por meio de cisão, venda, redução de capital ou pagamento de dividendos), obtenção de aprovação prévia por órgãos reguladores, encerramento de demandas judiciais, anuência prévia de credores, financiadores, locadores, entre outros.

IV – Responsabilidade do vendedor

Um dos aspectos mais relevantes do contrato em análise é a parte que trata da responsabilidade remanescente do vendedor, ou seja, até que ponto o vendedor permanece responsável pela empresa que está vendendo. Via de regra, existem dois modelos: o que define que a responsabilidade é total (*full liability*) e o que prevê a exclusão total da responsabilidade, o que se chama de venda “de porteira fechada”. Entretanto, as partes podem estabelecer diversas outras possibilidades intermediárias, conforme exemplifica Halembeck⁹:

7 Botrel, op. cit., p. 263.

8 Halembeck, op. cit., p. 155.

9 Idem, p. 157/158.

- (i) a responsabilidade do vendedor cinge-se às perdas que forem cobradas da sociedade adquirida até o final de um prazo determinado;
- (ii) o vendedor responde apenas pelas perdas que gerem a necessidade de dessem bolso pela sociedade até uma determinada data pré-acordada;
- (iii) a responsabilidade do vendedor estará limitada a um valor máximo, ou a um determinado percentual do valor do negócio;
- (iv) o vendedor responde apenas no caso de processos que venham a ser promovidos por terceiros (Fisco, empregados, processos cíveis);
- (v) o vendedor responde apenas quando o valor das contingências sob sua responsabilidade atingir um determinado valor mínimo pré-estipulado;
- (vi) o vendedor responsabiliza-se apenas pelos problemas que tenham sido identificados na auditoria (contingências “carimbadas”);
- (vii) o vendedor responde por todas as contingências de sua gestão, exceto pelas reclamações trabalhistas propostas por empregados que venham a ser demitidos pela nova administração;
- (viii) o vendedor exime-se de responsabilidade quando o ato que precipitar o surgimento da contingência tenha sido praticado pelo comprador; e
- (ix) o vendedor não se responsabiliza por perdas oriundas de alterações nas práticas usuais da empresa.

No caso da transação “de porteira fechada”, o vendedor não responde por mais nenhuma obrigação, ainda que a origem do problema remonte à sua gestão. Nesse caso, há evidente risco para o comprador, na medida em que, imediatamente após concluída a operação, pode ser constatada alguma pendência ocultada pelo vendedor e que não tenha sido detectada na auditoria (*due diligence*). Como solução, pode-se determinar que a isenção da responsabilidade não se aplica para ocorrências sobre as quais o vendedor tinha conhecimento, mas, dolosamente, deixou de comunicar ao comprador. Essa situação assemelha-se à responsabilidade por vício oculto, cuja hipótese deve ser prevista no contrato para evitar a necessidade de ação judicial ou instauração de arbitragem para buscar indenização.

Halembeck¹⁰ ressalta, ainda, que, em determinadas situações, o vendedor pode exigir a exclusão total de sua responsabilidade se ocorrem determinados

10 Idem, p. 158.

eventos após a conclusão da operação, como, por exemplo: atraso ou falta do pagamento da parcela retida do preço; oferta pública de ações da empresa ou do comprador; ou em caso de troca de controle da empresa ou do comprador.

V – Declarações e garantias

Em razão da forte influência do direito estrangeiro na estrutura dos contratos de compra e venda de quotas, notadamente americano, as declarações e garantias tornaram-se parte inerente a esse tipo de contrato. É por meio de tais documentos que o comprador confirma as informações obtidas no decorrer da análise das condições da empresa, sendo que, no caso de alguma declaração prestada pelo vendedor ser inverídica, o comprador poderá requerer explicações ou até mesmo a apresentação de garantia adicional, sob pena, inclusive, de cancelar a operação em trâmite. Sobre o assunto, oportuna a orientação de Dinir da Rocha e Marcelo Nunes:

Em termos práticos, a declaração e a garantia estão diretamente ligados à cláusula de indenização. Ou seja, a violação de alguma declaração e de alguma garantia levará diretamente ao acionamento da cláusula de indenização, devendo o infrator indenizar a parte adimplente.

Salienta-se que as declarações e garantias prestadas pelo vendedor devem abranger, dentre outras disposições, a regularidade da constituição, a inexistência de impedimentos legais e contratuais, a obtenção e validade das autorizações regulatórias necessárias, a regularidade das demonstrações financeiras, a inexistência, de passivos relevantes não registrados, a regularidade de questões tributárias, trabalhistas, ambientais, previdenciárias e de propriedade intelectual e industrial (ou, em caso de alguma irregularidade, que essa ressalva conste expressamente de algum anexo ao contrato de compra e venda), a propriedade de ativos tangíveis e intangíveis, a existência e validade de licenças, registros e autorizações, a existência e validade de cobertura de seguros, a regularidade dos recebíveis e a regularidade das transações com partes relacionadas, além de outras declarações que vierem a ser necessárias de acordo com a atividade exercida pela empresa e a estrutura da operação.¹¹

Diversas modalidades podem ser estipuladas pelas partes, tanto pelo comprador, para garantir o pagamento da parcela do preço em aberto, quanto pelo vendedor, para garantir o pagamento de contingências da sociedade pelas quais tenha se responsabilizado pessoalmente, conforme destaca Halembeck¹²:

11 ROCHA, Dinir Salvador Rios da; NUNES, Marcelo Galiciano. *Term sheet* e contrato de compra e venda de ações ou quotas. In: ROCHA, Dinir Salvador Rios da; QUATTRINI, Larissa Teixeira (Coord.). *Direito societário: fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 98.

12 Halembeck, op. cit., p. 160-164.

- (i) Contrato de depósito em garantia (*escrow account*): por ser um dos mecanismos mais utilizados, será detalhado na segunda parte do trabalho;
- (ii) Retenção de preço (*holdback*): garantia geralmente utilizada pelo comprador através da qual há retenção de parcela do preço da operação em razão de obrigações que possam ser atribuídas ao vendedor, normalmente em razão de ajustes de preço ou contingências. Nessa hipótese o comprador mantém sob seu controle parte do valor da operação, tendo disponibilidade para utilizá-lo nas atividades da empresa, até definição final de eventual disputa com o vendedor;
- (iii) Fiança bancária: trata-se da melhor garantia para o vendedor, na medida em que pode ser demandada por este na data de vencimento, independentemente da concordância do comprador. Todavia, em razão da possibilidade de ser demandada unilateralmente pelo afiançado (vendedor), não se presta bem para situações em que pode haver discussões quanto ao valor do negócio;
- (iv) Penhor quotas da sociedade adquirida: nessa modalidade a dívida correspondente à aquisição onera as próprias quotas da empresa adquirida, o que, entretanto, em caso de execução, não assegura ao arrematante ou adjudicante de quotas o direito de ingressar na sociedade em virtude da preservação da *affectio societatis*. Nesse caso, as quotas devem ser convertidas em direito de crédito de forma a ser indenizado o valor correspondente;
- (v) Opções contratuais por falta de garantias: no caso do comprador não ter condições para oferecer garantias, podem ser desenvolvidas soluções contratuais, no intuito de se desestimular o atraso ou a falta de pagamento do preço, como multa elevada ou até mesmo a liberação do vendedor de responsabilidades por contingências que haviam sido assumidas. Em casos mais extremos, pode ser estipulada a obrigação do comprador devolver a empresa adquirida, perdendo em favor do vendedor a parcela do preço que já tenha sido paga.

VI – Não concorrência

Nos contratos de aquisição de sociedade comumente se prevê que os vendedores não podem continuar operando no mesmo ramo de atuação da sociedade em razão da ampla gama de fatores envolvidos nesse tipo de operação, na medida em que abrange não apenas os ativos físicos e financeiros, mas também a clientela e o fundo de comércio da empresa transacionada, sob pena de haver prejuízo, por concorrência desleal, ao comprador.

Entretanto, a limitação ao exercício da atividade pelo vendedor deve estar limitada ao contexto espacial em que ocorre a atuação da empresa e o seu poder de penetração nesse mercado, bem como deve ser prevista expressamente no contrato uma limitação temporal, usualmente de cinco anos¹³. No caso de descumprimento das obrigações assumidas pelo vendedor, o pagamento de perdas e danos e lucros cessantes poderá ser pleiteado, cujo valor deverá ser condizente com o potencial lesivo da concorrência não autorizada. A título ilustrativo, Dinir Salvador Rios da Rocha e Marcelo Galiciano Nunes apresentaram o seguinte exemplo:

Imagine que uma empresa mundialmente conhecida pela sua marca, no ramo de *fast food*, seja vendida em dado momento. Posteriormente, os vendedores, valendo-se do seu *know-how*, de seus contatos, de seus antigos colaboradores e fornecedores resolvam concorrer com a empresa alienada. Seria uma atitude desleal, sem dúvida. Caso viesse a ocorrer, muito provavelmente o vendedor conseguiria obter uma boa parte do *market share* da empresa que ele fundara e que agora estaria nas mãos do novo proprietário.¹⁴

Não obstante, a proibição da concorrência deve ser pactuada de forma limitada, sob pena de ser declarada nula, pois pode representar o fim da vida profissional do vendedor da empresa. Ou seja, a obrigação de não concorrência deve possuir limite temporal, geográfico e substancial, de forma a não representar quebra absoluta dos princípios da livre iniciativa e da livre concorrência, nos termos do art. 170, inciso IV, da Constituição Federal de 1988¹⁵.

VII – Auditoria legal (*due diligence*)

Na atualidade, o mercado empresarial exige cada vez mais transparência e segurança¹⁶ na realização de investimentos e transações. É neste contexto que a *due diligence* adquire um papel de destaque, tornando-se essencial para a realização de um bom negócio.

De fato, não é possível conceber a execução de uma operação sem a realização de um processo de auditoria, a fim de verificar todas as potenciais ou efetivas contingências, além dos passivos que envolvam a empresa-alvo, assim

13 CC, art. 1.147: “Não havendo autorização expressa, o alienante do estabelecimento não pode fazer concorrência ao adquirente, nos cinco anos subsequentes à transferência”.

14 Rocha; Nunes, op. cit., p. 95/96.

15 CF/1988, art. 170: “A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: [...] IV – livre concorrência; [...]” (Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm>. Acesso em: 3 set. 2016).

16 Exemplo dessa situação é a Lei Anticorrupção (Lei nº 12.846/2013). Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/l12846.htm>. Acesso em: 3 jun. 2017.

como avaliar precisamente seus ativos e valores. Em artigo específico sobre o assunto, Anderson Martorano Augusto Ribeiro escreveu:

Uma auditoria legal levada a efeito de forma técnica, profissional e independente é fundamental para permitir que as demais áreas técnicas envolvidas possam levar seu trabalho a bom termo, de maneira a viabilizar uma base correta de avaliação de risco e de valor de investimentos envolvidos, facultando à Diretoria, ao Conselho e aos Acionistas em geral decidir fundamentadamente sobre a oportunidade ou não do negócio proposto.¹⁷

A *due diligence* é um processo de análise e avaliação detalhada de informações e documentos pertinentes à determinada sociedade, tendo como finalidade: apontar pontos críticos existentes na estrutura jurídica da sociedade; identificar riscos e passivos legais oriundos de processos judiciais e administrativos que envolvam a sociedade, quantificando ao máximo o valor de tais responsabilidades; apontar providências a serem adotadas para eliminação ou minimização dos riscos identificados; bem como determinar a melhor forma e estratégia de estrutura da transação a ser concretizada.

Na prática, o trabalho de *due diligence* é desenvolvido com base nos documentos disponibilizados pela sociedade, bem como informações verbais e escritas prestadas por funcionários, e, ainda, em dados obtidos perante órgãos públicos municipais, estaduais e federais. Fisicamente, pode ser realizado em local definido pelo comprador ou pelo vendedor, podendo também ser conduzido virtualmente (em *data rooms* digitais, por meio de documentos digitalizados).

Botrel destaca os seguintes aspectos:

Em que pese não existir uma regra que defina os pontos de investigação, a auditoria nas operações de F&A normalmente abrangem aspectos contábeis, financeiros, patrimoniais, societários, trabalhistas, fiscais, de propriedade intelectual, e regulatórios (conforme o ramo de atuação das empresas envolvidas na negociação).

Nesse contexto, a *due diligence* envolve a análise das atividades operacionais e não operacionais da empresa, o diagnóstico legal da empresa, o levantamento e quantificação de passivo e contingências, e a emissão de relatório de auditores.¹⁸

Concluída a análise descritiva dos documentos disponibilizados, são identificados os pontos críticos existentes ou que possam impactar a operação, sendo gerado relatório contendo o resumo de toda a informação analisada.

17 RIBEIRO, Anderson Martorano Augusto. Um panorama sobre as necessidades e cautelas na estruturação e análise de operações envolvendo compra e venda de empresas – *Due diligence*. In: PRADO, Roberta Nioac; PEIXOTO, Daniel Monteiro (Coord.). *Reorganizações empresariais: aspectos societários e tributários*. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 181.

18 Botrel, op. cit., p. 220.

É evidente a importância da realização de uma *due diligence* eficiente, na medida em que os documentos para fechamento da operação serão diretamente afetados pelos resultados apresentados. Com base nas informações do relatório final, serão elaborados os instrumentos definitivos para a concretização da operação e a fixação do preço final, sendo que eventuais fatores de risco detectados no decorrer da auditoria podem alterar valores e, em determinados casos, ser objeto de disposições contratuais específicas, repercutindo, inclusive, no valor do depósito em garantia (*escrow account*), conforme será aprofundado no próximo capítulo.

VIII – Aprovação pelas entidades concorrenciais

Por meio da Lei nº 12.529/2011¹⁹, foi regulamentada a estrutura do sistema brasileiro da defesa da concorrência (SBDC), tendo como principal objetivo compatibilizar as normas antitruste com o atual estágio de desenvolvimento das relações econômicas, sobretudo aquelas operações denominadas atos de concentração, entre as quais se incluem as operações de compra e venda de empresas. Nesse sentido, qualquer operação de relevo deve ser precedida pelo envio de notificação ao Cade em relação ao interesse na realização de ato de concentração, para que seja obtida autorização para a conclusão da operação.

Em caso de não aprovação, podem as partes estipular que ambas voltem ao estado anterior, com o desfazimento do negócio, ou, ainda, que o risco seja exclusivamente do comprador, devendo viabilizar a operação com outro interessado, assumir determinados compromissos operacionais, ou desfazer-se de parte dos ativos de forma a serem cumpridas as exigências das entidades concorrenciais.

IX – Definição de foro judicial ou arbitral

Em razão da especialização dos árbitros, agilidade procedimental, bem como pelo sigilo que proporciona, a arbitragem tem se tornado o mecanismo preferencial para dirimir controvérsias oriundas de compra e venda de sociedades. Não obstante, o contrato deve prever expressamente a modalidade escolhida pelas partes, ou seja, se eventual litígio será decidido na esfera judicial ou pelo procedimento arbitral. Colhendo ao ensejo, oportuna a sugestão de Sérgio Botrel:

Com o intuito de conferir maior eficácia e eficiência à escolha arbitral, é aconselhável a contratação da cláusula compromissória cheia, *i.e.*, cláusula que contemple não somente a escolha da arbitragem como meio de solução de eventuais divergências ou conflitos entre as partes, mas também as regras procedimentais a

19 Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/Lei/L12529.htm>. Acesso em: 4 jun. 2017.

serem observadas na escolha dos árbitros e na solução do litígio. Caso o contrato envolva empresas estrangeiras, é aconselhável que as partes convencionem, também, o idioma em que será conduzida a arbitragem.²⁰

Após as considerações supracitadas enfocando as principais disposições recomendáveis que constem nos contratos de compra e venda de quotas, passa-se a examinar a cláusula que trata especificamente do depósito em garantia, conhecida no Direito americano como *escrow account*.

PARTE II – A CLÁUSULA DO DEPÓSITO EM GARANTIA (*ESCROW ACCOUNT*)

A) OS EFEITOS DA CLÁUSULA DO DEPÓSITO EM GARANTIA

Por ter raízes na prática negocial do Direito anglo-saxônico, sobretudo nos Estados Unidos, a expressão *escrow account* não apresenta tradução literal para o português, sendo conhecida no Brasil pela sua expressão em inglês.

Essencialmente, trata-se de uma conta de depósito em garantia, sendo utilizada normalmente em transações que envolvem valores expressivos e, consequentemente, grandes riscos às partes envolvidas, tendo como objetivo essencial a mitigação de tais ameaças. Por meio dessa ferramenta contratual, busca-se minimizar a possibilidade de que o comprador seja compelido a responder por passivos oriundos de fatos anteriores ao fechamento do negócio e que são, salvo expressamente previsto no contrato de compra e venda de quotas, de responsabilidade exclusiva do vendedor.

Para João Tiago Morais Antunes, o depósito em garantia é uma convenção que deve ser formalizada contratualmente, conforme destaca:

A convenção pela qual as partes de um contrato bilateral ou sinalagmático acordam em confiar a um terceiro, designadamente um banco, a guarda de bens móveis (tais como dinheiro, valores mobiliários títulos de crédito e/ou documentos), ficando este irrevogavelmente instruído sobre o destino a dar aos referidos bens, que – em função do modo como vier a evoluir a relação jurídica emergente daquele contrato – poderá passar pela sua restituição ao depositante ou, eventualmente, pela sua entrega ao beneficiário do depósito.²¹

Ou seja, por meio de um negócio subjacente, as partes declaram depositar à ordem de uma terceira entidade a guarda de uma coisa (usualmente dinheiro), gerando na esfera do depositário a obrigação de guardar e restituir de acordo com os termos estabelecidos por meio do próprio contrato, normalmen-

20 Botrel, op. cit., p. 299.

21 ANTUNES, João Tiago Morais. *Do contrato de depósito escrow*. Coimbra: Almedina, 2007. p. 173.

te resultando na associação do depósito às vicissitudes do contrato, principal envolvendo a transação de determinada empresa.

Para a formalização da *escrow account*, importantes obstáculos precisam ser superados pelas partes (e seus assessores financeiros), entre as quais se destaca o valor a ser depositado, o prazo de duração do depósito, bem como as condições para a liberação dos respectivos valores.

Sobre o assunto, Sérgio Botrel identifica uma série de vantagens na utilização dessa ferramenta, tanto para o comprador quanto para o vendedor das quotas, no seguinte sentido:

Com a utilização desse mecanismo, o comprador não corre o risco de, após ter promovido o pagamento da integralidade do preço, ser obrigado a investigar a existência de bens executáveis do vendedor (caso existam) para receber indenização referente a contingências da sociedade-alvo que se tornaram dívidas ou mesmo passivos não constatados na *due diligence* e não revelados pelo vendedor.

Já o vendedor fica livre do risco de solvência do comprador, porquanto tem a segurança de que, uma vez transcorrido o prazo convencionado e verificadas as condições de levantamento dos valores depositados, caberá ao banco disponibilizar os valores devidos.²²

Desse modo, após as partes definirem pela abertura da conta de garantia e, em comum acordo, determinarem as regras sobre as quais os recursos depositados serão investidos, escolhe-se um terceiro, chamado de agente (ou depositário), para agir como parte neutra da negociação. Geralmente o terceiro é uma instituição bancária, que se responsabilizará pela guarda, administração e destinação dos ativos depositados, obedecendo estritamente às formas preestabelecidas no contrato específico que trata da *escrow account*.

É importante observar que nessa modalidade de garantia o valor será liberado observando-se os contornos da negociação realizada pelas partes, o que ocorrerá apenas depois de cumpridas todas as condições da negociação em andamento.

Pode-se afirmar, portanto, que o contrato da *escrow account* é trilateral, pois subscrito pelas duas partes contratantes no negócio jurídico principal (compra e venda das quotas de determinada empresa, em razão do qual se realiza o depósito) e pelo agente fiduciário (instituição financeira), depositário do valor, que acompanhará a execução do contrato principal e a quem se confia a guarda do bem dado em garantia.

22 Botrel, op. cit., p. 290.

Com efeito, é inequívoca a relação entre o contrato de compra e venda de quotas (principal) e o contrato de garantia, na medida em que no principal estão regulados os termos gerais que regulamentam a garantia, tais como: destino, valor, prazo e condições de atribuição da instituição bancária onde será realizado o depósito.

Nesse sentido, em caso de anulação do contrato relativo à operação principal, também deverá ser anulado o de garantia, não medida em que não se justifica manter artificialmente o contrato de depósito em um cenário no qual a sua causa não mais existe.

Interessante a tese defendida por Nuno Miguel Ferreira Morais, no sentido de que o depósito realizado sob a rubrica de *escrow account* é um contrato misto, pois apresenta elementos típicos de depósito e de mandato, conforme se compreende pela análise da seguinte passagem:

São contratos mistos aqueles contratos, em geral legalmente atípicos, em que se reúnem elementos típicos de vários contratos num único outro, que assim é diverso de cada um daqueles onde foi buscar a sua identidade. No caso que ora nos ocupa, estamos perante um contrato com elementos de uma prestação de serviço e do depósito – por um lado, é entregue uma coisa a um depositário, que a deve guardar, e se obriga a “restituir”; por outro lado, esta obrigação de restituição é objecto, neste caso de um regime próprio, resultante de instruções dadas ao depositário pelos depositantes. [...] o regime do depósito apresenta-se aqui intacto na sua essência – as partes procuram ali uma custódia eficaz e segura, com a garantia da restituição da coisa depositada. [...].

A atribuição da prestação de serviço ao depositário consubstanciará, por regra, a celebração de um mandato porquanto a mera escolha do beneficiário último da restituição do depósito e, bem assim, a verificação do preenchimento de todas as condições ou pressupostos para o seu cumprimento encerra em si a prática de pelo menos um acto jurídico, de escolha do beneficiário e de adjudicação da coisa depositada. [...].

Em conclusão, o contrato de depósito *escrow* é um contrato misto, composto por elementos típicos dos contratos de depósito e de mandato.²³

Pois bem, cumpridas as condições previstas no contrato principal, as partes comunicam o agente financeiro, o qual tomará as medidas cabíveis para fins de liberação ao vendedor dos valores correspondentes. Ou seja, os recursos da *escrow account* pertencem, a princípio, ao vendedor, o qual, entretanto, não

23 MORAIS, Nuno Miguel Ferreira. O contrato de depósito *escrow*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Católica Portuguesa. Coimbra, 2014. Disponível em: <http://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/17099/1/O%20Contrato%20de%20Dep%C3%B3sito%20_Escrow_%20-%20TESE%231235.pdf>. Acesso em: 4 jun. 2016.

tem disponibilidade econômica ou jurídica sobre o valor correspondente até que sejam finalizadas todas as obrigações contratuais.

Sobre o assunto, Sérgio Botrel destaca:

Verificada alguma condição de liberação de valores, seja parcial ou integral, em favor de qualquer das partes, o mais usual é o contrato de depósito contemplar disposição que condicione a liberação do dinheiro ao envio de notificação de ambas as partes ao banco depositário, haja vista que as instituições financeiras são refratárias à ideia de assumir a posição de “árbitro” em caso de controvérsia entre comprador e vendedor. Em havendo divergência, a parte que se sentir prejudicada é obrigada a submeter a questão ao Judiciário ou à arbitragem, de modo a obter o reconhecimento do direito de levantar as quantias depositadas junto ao banco depositário.²⁴

Sob outra perspectiva, o valor depositado consistirá em garantia também para o comprador, o qual poderá buscar o ressarcimento por eventuais prejuízos decorrentes da inexistência das informações prestadas pelo vendedor, apuradas mediante auditoria realizada na empresa objeto da negociação.

E mais, considerando-se a natureza da *escrow account*, usualmente as partes estabelecem que eventuais divergências sejam solucionadas por meio da arbitragem, de forma a evitar a morosidade dos procedimentos judiciais, conforme destacado anteriormente.

Não obstante, um aspecto controvertido da conta de depósito em garantia refere-se à questão da sua titularidade, ou seja, em nome de quem a conta deve ser aberta – do vendedor ou do comprador das quotas –, cuja situação poderá gerar divergências para efeitos de incidência do Imposto de Renda. Sobre essa complexa situação, veja-se a preocupação externada por Halemeck:

A questão da titularidade da conta-garantia merece algumas considerações. A conta em nome do vendedor pode dar margem às autoridades fiscais entenderem que esse valor está sujeito a tributação, ao fazerem o cruzamento das declarações de imposto de renda com as informações fornecidas pelas instituições financeiras. Caberá então ao vendedor fazer prova de que ele ainda não tem disponibilidade desses recursos e, portanto, esses recursos ainda não podem ser considerados como base de cálculo de operações tributáveis. Para se evitar esse possível incômodo, os recursos poderiam, em tese, ser deixados em nome do comprador.

Ao manter a conta-garantia em nome do comprador, todavia, o vendedor corre o risco de os recursos depositados nessa conta serem arrolados para partilha com os demais credores em caso de quebra do comprador. Para mitigar esse risco, é possível constituir um penhor sobre os direitos creditórios correspondentes aos recursos depositados na conta-garantia, de forma que a dívida, em relação ao

24 Botrel, op. cit., p. 290.

credor-vendedor, seja considerada como dívida com garantia-real, subindo de degrau em relação aos demais credores quirografários.²⁵

A título ilustrativo, será examinado no tópico seguinte interessante caso decorrente de autuação lavrada pela Receita Federal do Brasil em razão da incidência tributária sobre os valores depositados na *escrow account* em nome do vendedor ou do comprador das quotas.

B) A TRIBUTAÇÃO SOBRE VALORES DEPOSITADOS NA *ESCROW ACCOUNT*. ANÁLISE DE CASO CONCRETO

A complexidade do ordenamento jurídico e o alto grau de litigiosidade contribuem sobremaneira para que as empresas brasileiras apresentem muitos passivos, seja de natureza tributária, trabalhista, previdenciária, ambiental, entre outras, já materializadas ou que podem se materializar no futuro.

Dessa maneira, no contexto que envolve qualquer operação de compra e venda de quotas, uma das principais preocupações do comprador é avaliar se a empresa objeto do negócio possui passivos legais relevantes que possam eventualmente impactar o resultado da operação, motivo pelo qual a *due diligence* assume papel de destaque.

De outro lado, para se proteger contra o impacto que os passivos podem causar, o comprador pode socorrer-se de certos mecanismos contratuais, como, por exemplo, a previsão de que o vendedor será responsável por assumir as perdas relativas ao período anterior ao negócio até a data do fechamento. Outra alternativa, conforme demonstrado, ocorre quando as partes estabelecem que determinada parcela do preço da operação será depositada em uma conta de garantia (*escrow account*).

Não obstante, diversos aspectos relacionados aos contratos de compra e venda de quotas podem ser objeto de questionamento, especialmente envolvendo aspectos tributários sobre os valores depositados na *escrow account*.

Sobre o assunto, destaca-se recente decisão proferida pela 2ª Turma da 2ª Câmara do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (Carf) – órgão máximo da esfera administrativa tributária –, ao analisar auto de infração lavrado pela Receita Federal do Brasil, no qual estava sendo exigido o recolhimento do Imposto de Renda Pessoa Física (IRPF) sobre a parcela do preço da operação de venda, depositada na conta de garantia, sob a alegação de que teria havido efetivo acréscimo patrimonial por parte do vendedor das quotas.

Veja-se a ementa da mencionada decisão²⁶:

25 Halembeck, op. cit., p. 161.

26 BRASIL. Ministério da Fazenda. Carf, Processo Administrativo nº 19515.720697/2011-28. Disponível em: <<https://carf.fazenda.gov.br/sincon/public/pages/ConsultarInformacoesProcessuais/consultarInformacoes->

Número do Processo: 19515.720697/2011-28

Contribuinte: Farid Curi

Tipo do Recurso: Recurso de Ofício

Data da Sessão: 05.11.2014

Relator: Marco Aurelio de Oliveira Barbosa

Nº Acórdão: 2202-002.859

Tributo/Matéria

Decisão

Vistos, relatados e discutidos os presentes autos.

Acordam os membros do colegiado, por unanimidade de votos, conhecer do Recurso de Ofício e *negar-lhe* provimento. Fez sustentação oral pelo contribuinte o Dr. Marlano Silva Goulart, OAB nº 45.465/RS. (assinado digitalmente)

Marco Aurélio de Oliveira Barbosa – Presidente em exercício e Relator.

Composição do colegiado: participaram do presente julgamento os conselheiros Dayse Fernandes Leite (Suplente convocada), Fábio Brun Goldschmidt, Márcio de Lacerda Martinez (Suplente convocado), Rafael Pandolfo, Guilherme Barranco de Souza (Suplente convocado) e Marco Aurélio de Oliveira Barbosa.

Ementa(s)

Assunto: Imposto sobre a Renda de Pessoa Física – IRPF

Exercício: 2008

RECURSO DE OFÍCIO – CONHECIMENTO

Confirmada a exoneração processada pelos membros da instância a quo, quanto ao montante do crédito exonerado, que é superior ao limite de alçada previsto na Portaria MF nº 3/2008, impõe-se o conhecimento do recurso de ofício.

GANHO DE CAPITAL – *ESCROW ACCOUNT* – TRIBUTAÇÃO

Somente haverá a incidência do Imposto de Renda sobre o ganho de capital, decorrente da alienação de bens e direitos, relativo a rendimentos depositados em *escrow account* (conta-garantia), quando ocorrer a efetiva disponibilidade econômica ou jurídica destes para o alienante, após realizadas as condições a que estiver subordinado o negócio jurídico.

Recurso de ofício negado.

Ao ponderar sobre o caso, o Conselheiro Relator, Sr. Marco Aurélio de Oliveira Barbosa, proferiu decisão apresentando detalhes sobre o contexto fático que envolveu a operação, tendo o cuidado de aprofundar a análise em

relação à incidência de IRPF sobre os valores depositados na *escrow account*, conforme se verifica no seguinte trecho do voto:

O cerne da controvérsia reside em saber se é tributável o valor de R\$ 33.000.000,00 (parcela retida para ajuste). Do total de R\$ 491.356.800,00, valor da alienação, o contribuinte/alienante recebeu, em 30.04.2007, a quantia de R\$ 458.356.800,00 [...].

A quantia restante, de R\$ 33.000.000,00, foi depositada diretamente em Conta de Caução de Ajuste, administrada por um agente de caução, o Citibank, para garantia do Ajuste do Preço de Aquisição, conforme rezava o Contrato de Venda e Compra de Quotas (fls. 131/230).

Da parcela retida em Conta de Caução de Ajuste de Preço (R\$ 33.000.000,00), contribuinte/alienante recebeu, em setembro de 2007, após a auditoria para ajuste, a quantia de R\$ 13.384.819,38, tendo recolhido o imposto de R\$ 2.007.722,91, calculado à alíquota de 15% sobre o valor recebido. [...].

Foi celebrado o Contrato de Caução de Ajuste (fls. 1.048/1.061), mediante o qual foi estipulado que os recursos depositados na Conta de Caução de Ajuste só seriam liberados aos vendedores ou ao comprador, conforme o caso, após o recebimento de notificações por escrito assinadas pelos representantes daqueles ou nos termos de uma sentença proferida por um tribunal com jurisdição competente. [...].

Na sequência do voto, o Conselheiro destaca a definição apresentada pelo Banco Central do Brasil a respeito da *escrow account*, explicando didaticamente a sua funcionalidade, nos seguintes termos:

A referida Conta de Caução de Ajuste é o que se convencionou chamar de *escrow account*, que é definida pelo Banco Central do Brasil como uma conta especial instituída pelas partes junto a uma terceira entidade, mediante contrato, destinada a acolher depósitos a serem efetuados pelo devedor e ali mantidos em custódia, para liberação após o cumprimento de determinados requisitos.

Assim, as partes do contrato subordinam os pagamentos futuros à ocorrência de eventos incertos ou não quantificáveis à época da aquisição, os quais, de certa forma, podem concretizar-se no futuro. O adquirente, dessa forma, protege-se, pois os pagamentos futuros ficam subordinados ao desfecho de determinadas condições. Esse contrato envolve três partes – dois contratantes em um negócio jurídico coligado ao depósito (negócio jurídico principal) e um terceiro, que seria o fiduciário, a quem é confiado o acompanhamento e execução do negócio. [...].

Essa matéria foi objeto da Solução de Consulta nº 58, de 27 de agosto de 2013, editada pela Superintendência da Receita Federal do Brasil da 4ª Região Fiscal:

Assunto: Imposto sobre a Renda de Pessoa Física – IRPF. Ganho de capital. *Escrow account*. Tributação. Somente haverá a incidência do Imposto de Renda sobre o ganho de capital, decorrente da alienação de bens e direitos, no tocante a rendimentos depositados em *escrow account* (contagarantia), quando

ocorrer a efetiva disponibilidade econômica ou jurídica destes para o alienante, após realizadas as condições a que estiver subordinado o negócio jurídico.

Ao final, a decisão determina que somente pode haver incidência de imposto de renda em relação ao montante depositado na conta de garantia quando houver a efetiva disponibilidade econômica ou jurídica do valor ao alienante das quotas, no seguinte sentido:

A incidência do imposto de renda sobre o ganho de capital, decorrente da alienação de bens e direitos, relativo a rendimentos depositados em contagarantia, 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, está equivocado o procedimento adotado pela Fiscalização em tributar o valor de R\$ 33.000.000,00, depositado na contagarantia, 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 contagarantia, quando foi liberada a quantia de R\$ 13.384.819,38 [...].

Na mesma linha, destaca-se que a jurisprudência do Carf tem posição consolidada no sentido de que não há efetiva renda tributável em razão do depósito da parcela que permanece vinculado à conta de garantia, até a solução definitiva de todas as eventuais pendências envolvendo a empresa, de modo que a Receita Federal do Brasil somente poderá exigir o valor devido a título de IRPF do vendedor das quotas por ocasião da efetiva liberação do depósito correspondente.

Neste contexto, percebe-se que a administração tributária está atenta às operações realizadas no mercado de fusões e aquisições, especialmente por envolverem valores elevados, cabendo às partes envolvidas em cada negociação considerarem os possíveis desdobramentos tributários no momento da negociação, inclusive para definirem a responsabilidade por eventuais discussões suscetíveis de impactar o valor da transação realizada.

CONCLUSÃO

O objetivo deste artigo foi demonstrar a importância e a complexidade dos contratos que envolvem as operações de compra e venda de quotas de sociedades empresárias, especificamente de empresas limitadas. Nos últimos anos, o volume de operações aumentou drasticamente, certamente em razão da superação das barreiras continentais pelos investidores estrangeiros.

Difícilmente uma operação de compra e venda de quotas será concluída por meio de um contrato simples, pois, normalmente, tais operações envolvem valores significativos e, mesmo que possa ser considerada de menor complexidade, cada uma das partes envolvidas buscará ao máximo se socorrer das ferramentas jurídicas disponíveis para ter o máximo de ganho possível.

De modo geral, os negociadores buscam alcançar metas predeterminadas em suas respectivas pautas de negociação. Ou seja, enquanto os adquirentes pretendem adquirir uma empresa e conferir a responsabilidade por sucessão de forma mais próxima possível de um projeto que esteja iniciando do zero, os alienantes, por seu turno, buscam maximizar o recebimento imediato do produto da alienação, limitando, tanto quanto possível, a parcela de recursos que permanecem temporariamente indisponíveis e a responsabilidade que lhes cabe em razão da sucessão.

É certo que o grau de avaliação dos riscos pode variar de pessoa para pessoa, especialmente em função da visão individual mais ou menos agressiva, assim como pela estratégia adotada na condução dos seus próprios negócios. Ressalva-se, no entanto, que há uma posição de razoabilidade média na aferição de riscos e essa é a que, em geral, ao longo das negociações entabuladas pelas partes acaba por prevalecer levando ao acordo final.

Nesse sentido, foram examinadas as principais cláusulas que devem estar previstas em contratos dessa natureza, buscando enfatizar a importância de cada uma delas, especialmente da *due diligence* e, mais ainda, da conta de depósito em garantia, também denominada *escrow account*.

Em tais contratos ficou evidenciada a influência e a utilização de institutos e conceitos jurídicos internacionais, na medida em que a maioria das operações é realizada com a participação de investidores estrangeiros. E mais, como cada operação apresenta as suas próprias características, destacou-se a importância da análise individual de cada situação, justificando a inexistência de farta bibliografia sobre o assunto.

Por fim, não há dúvida sobre a importância do tema abordado no presente artigo, principalmente em razão da velocidade inerente ao mundo dos negócios, cabendo às partes envolvidas (e seus assessores) estarem atentos para a conclusão de operações envolvendo a compra e venda de quotas com a máxima segurança possível, inclusive no que se refere aos riscos decorrentes de eventual autuação envolvendo questões tributárias.

REFERÊNCIAS

ANTUNES, João Tiago Morais. *Do contrato de depósito escrow*. Coimbra: Almendina, 2007.

BAGNOLI, Vicente. Fusões, aquisições, reorganizações societárias e *due diligence*: o controle do Cade. In: ROCHA, Dinir Salvador Rios da; QUATTRINI, Larissa Teixeira. *Direito societário: fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence*. São Paulo: Saraiva, 2012.

BAINBRIDGE, Stephen M. *Mergers and Acquisitions*. 2. ed. New York: Foundation Press, 2009.

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Planalto. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao_compilado.htm>.

BITTAR, Carlos Alberto. *Contratos comerciais*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2005.

BOTREL, Sérgio. *Fusões & aquisições*. São Paulo: Saraiva, 2014.

CARRAMASCHI, Bruno Macorin. Implicações tributárias em operações de M&A. In: ROCHA, Dinir Salvador Rios da; QUATTRINI, Larissa Teixeira (Coord.). *Direito societário: fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence*. São Paulo: Saraiva, 2012.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos (Coord.). *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

FRADERA, Véra Jacob de. Informar ou não informar nos contratos, eis a questão! In: MARTINS-COSTA, Judith; FRADERA, Véra Jacob de (Org.). *Estudos de direito privado e processual civil: em homenagem a Clóvis do Couto e Silva*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

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

LISBOA, Roberto Senise. *Manual de direito civil: contratos*. São Paulo: Saraiva, v. 3, 2012.

MALHEIROS, Haroldo; VERÇOSA, Duclerc. *Direito comercial: contratos empresariais em espécie (segundo a sua função jurídico-econômica)*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

MORAIS, Nuno Miguel Ferreira. O contrato de depósito *escrow*. Dissertação apresentada no Curso de Mestrado em Direito da Universidade Católica Portuguesa, 2014. Disponível em: <http://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/17099/1/O%20Contrato%20de%20Dep%C3%B3sito%20_Escrow_%20-%20TESE%231235.pdf>. Acesso em 4 jun. 2017.

MUNIZ, Ian. *Fusões e aquisições*. Aspectos fiscais e societários. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

ROCHA, Dinir Salvador Rios da. Visão geral de *due diligence*: breves aspectos teóricos e práticos. In: ROCHA, Dinir Salvador Rios da; QUATTRINI, Larissa Teixeira (Coord.). *Direito societário: fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence*. São Paulo: Saraiva, 2012.

ROCHA, Dinir Salvador Rios da; NUNES, Marcelo Galiciano. *Term sheet* e contrato de compra e venda de ações ou quotas. In: ROCHA, Dinir Salvador Rios da; QUATTRINI,

Larissa Teixeira (Coord.). *Direito societário: fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence*. São Paulo: Saraiva, 2012.

RIBEIRO, Anderson Martorano Augusto. Um panorama sobre as necessidades e cautelas na estruturação e análise de operações envolvendo compra e venda de empresas – *Due diligence*. In: PRADO, Roberta Nioac; PEIXOTO, Daniel Monteiro (Coord.). *Reorganizações empresariais: aspectos societários e tributários*. São Paulo: Saraiva, 2011.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GALESKI JUNIOR, Irineu. *Teoria geral dos contratos: contratos empresariais e análise econômica*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015.

RIDOLFO NETO, Arthur. Introdução às operações de fusões e aquisições e reestruturação societária. Métodos mais utilizados para a precificação de empresas. In: ROCHA, Dinir Salvador Rios da; QUATTRINI, Larissa Teixeira (Coord.). *Direito societário: fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence*. São Paulo: Saraiva, 2012.

SAADI, Jairo. *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002.

SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro (Coord.). *Direito, gestão e prática: mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 2013.

TIMM, Luciano Benetti (Coord.). *Direito da empresa e contratos*. São Paulo: IOB Thompson, 2005.

REFLEXOS TRIBUTÁRIOS DA UTILIZAÇÃO DE ESCROW ACCOUNTS EM OPERAÇÕES DE M&A

Publicação: 15 de abril de 2015 | Autor: Giordano Andrei dos Santos
Palavras-Chave: Carpena

Em operações de M&A envolvendo a aquisição de participações societárias, um dos pontos essenciais dentro da negociação contratual diz respeito às garantias prestadas pelos vendedores e pelos compradores: basicamente, têm-se, de um lado, os vendedores buscando a segurança de que receberão o preço acordado, e, de outro, os compradores pretendendo resguardar-se quanto às contingências, contabilizadas ou ocultas, do negócio adquirido. Consoante refere Sérgio Botrel, a cláusula contratual que dispõe sobre as garantias varia de acordo com a estrutura da operação [1]:

Nas transações em que há pagamento diferido do preço, por exemplo, o vendedor exige garantias por parte do comprador. Por outro lado, o comprador costuma exigir garantias do vendedor com relação a contingências constatadas na *due diligence*, aos eventos ocorridos até o fechamento e que tenham sido atribuídos como de responsabilidade do vendedor, ou mesmo com relação às *declarações e garantias* prestadas no contrato.

Com relação a tal aspecto das operações, diversas soluções jurídicas podem ser oferecidas, como o *holdback* (retenção de preço), a fiança bancária, a fiança prestada pela sociedade adquirida, o penhor de ações ou quotas da sociedade adquirida, além de uma infinidade de medidas contratuais que desestimulam o inadimplemento pela imposição de obrigações de fazer ou de não fazer (*covenants*) [2].

No presente estudo, no entanto, tratar-se-á, exclusivamente, da conta-garantia (ou *escrow account*) e dos reflexos tributários de sua utilização.

A *escrow account* consiste em uma conta-corrente que não pode ser movimentada livremente por seu titular: a instituição financeira na qual a conta é aberta torna-se parte integrante de um contrato tripartite envolvendo comprador e vendedor, os quais movimentarão os ativos depositados de modo conjunto. O

 Procurar



NOTÍCIAS MAIS LIDAS

Carpena Advogados discute os impactos tributários e trabalhistas da reforma

Em vigor há mais de seis meses, a reforma trabalhista continua sendo foco de debate e de dúvidas sobre a sua aplicabilidade em diferentes áreas. Para abordar os impactos tributários e trabalhistas da reforma, a Carpena Advogados promove no dia 18, às 14h30min, palestra com os advogados André Luis Ferreira e Eduardo Rosa Franco. Ferreira possui atuação especializada na área contenciosa trabalhista junto aos Tribunais Regionais e Superiores, enquanto Franco é especialista em direito

Publicação: 18 de junho de 2018 | Autor: Jornal O Sul
Palavras-Chave: Carpena

[+ Ler notícia completa](#)

Multisom é comprada pela catarinense Schumann

Um dos símbolos do varejo gaúcho, a Multisom está sob nova direção. A rede, atualmente com 83 lojas, foi vendida à catarinense Schumann, com sede em Chapecó, no oeste do estado vizinho. A compra, que veio a público nessa quarta-feira (29), não teve os valores divulgados. Segundo fontes ligadas ao negócio, a ideia da rede catarinense, que já atua no Norte do Estado, é de manutenção das lojas e dos pouco mais de 800 funcionários

Publicação: 31 de maio de 2019 | Autor: Guilherme Daroit
Palavras-Chave:

[+ Ler notícia completa](#)



objetivo é manter em depósito quantias suficientes para cobrir as situações para as quais foram reservadas, seja para a liberação, total ou parcial, do preço ao vendedor, seja para cobrir eventuais contingências do negócio (eventos incertos ou não quantificáveis à época do fechamento da operação).

Ocorre que, não obstante seja irrelevante a titularidade da conta para fins de sua movimentação, tal fator representa objeto de especial atenção sob o aspecto tributário. Com efeito, haverá significativa diferença de tributação caso a conta-garantia esteja em nome do vendedor ou do comprador.

Caso a *escrow account* esteja em nome do vendedor, abre-se margem à interpretação, por parte do Fisco, de que os valores depositados estariam sujeitos à tributação. Nesse caso, caberá ao vendedor demonstrar que os recursos depositados ainda não estão disponíveis e, portanto, não devem integrar a base de cálculo do imposto de renda.

Com relação aos vendedores pessoas físicas, a Receita Federal já manifestou, através de seu *site*, que “quando não houver valor determinado, por impossibilidade absoluta de quantificá-lo de imediato, o ganho de capital deve ser tributado na medida em que o preço for determinado e as parcelas forem pagas”. Ressalta, contudo, “que o tratamento descrito deve ser comprovado pelas partes contratantes sempre que a autoridade lançadora assim o determinar”, conforme advertido [3].

Além desta manifestação da própria Receita Federal, também já se manifestou expressamente sobre o tema o Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (CARF). No julgamento processo nº 19515.720697/2011-28, decidiu-se que “somente haverá a incidência do Imposto de Renda sobre o ganho de capital, decorrente da alienação de bens e direitos, relativo a rendimentos depositados em *escrow account* (conta-garantia), quando ocorrer a efetiva disponibilidade econômica ou jurídica destes para o alienante, após realizadas as condições a que estiver subordinado o negócio jurídico”.

Caso se deseje evitar qualquer questionamento por parte das autoridades fiscais, pode-se, também, manter a conta-garantia em nome do comprador.

Ocorre que, nesse caso, passa o vendedor a correr o risco de que os recursos depositados venham a ser arrecadados para o pagamento de credores em caso de falência do comprador. Como destaca Halembeck, tal situação pode ser “mitigada com a constituição de penhor sobre os direitos creditórios depositados na conta-garantia, de forma que a dívida, em relação ao credor-vendedor, seja considerada como dívida com garantia real, subindo um degrau em relação aos demais credores quirografários” [4].

Ainda sobre os impactos tributários da utilização de *escrow accounts*, Halembeck menciona a diferença de tratamento na tributação sobre os juros decorrentes dos valores depositados, conforme se trate de pessoa física ou jurídica: [5]

No caso de pessoas físicas, os tributos recolhidos pela fonte pagadora (o banco) são considerados definitivos. No caso de pessoas jurídicas, os tributos recolhidos pela fonte pagadora são considerados mera antecipação sobre a tributação total, que deve ser ajustada na declaração de imposto de renda da pessoa jurídica.

Com 11 fábricas e 148 lojas, Paquetá pede recuperação judicial para dívidas de R\$ 638,5 milhões

Depois de quase 10 meses de preparativos, a Paquetá Shoe Company, empresa que atua na produção e venda de calçados no varejo, apresentou nesta segunda-feira (24) seu pedido de recuperação judicial (RJ). O valor das dívidas coberto pela proposta, protocolada no sistema eletrônico do Judiciário, é de R\$ 638,5 milhões. A empresa tentou fazer uma negociação direta com os credores para alongar os compromissos, mas os custos ficaram muito altos,

Publicação: 25 de junho de 2019 | Autor: MARTA

SFREDO

Palavras-Chave:

[+ Ler notícia completa](#)



Conclui-se, portanto, que a utilização de *escrow accounts*, embora recomendável em diversas circunstâncias, exige planejamento e especial atenção aos reflexos tributários, sob pena de causar inconvenientes inesperados às partes.



[1] BOTREL, Sérgio. *Fusões & Aquisições*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 289.

[2] HALEMBECK, Luiz Fernando Amaral. Compra e venda de sociedades fechadas. In: ROVAL, Armando Luiz; MURRAY NETO, Alberto (coordenadores). *As sociedades por ações na visão prática do advogado*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 147-168.

[3] Disponível em:

<<http://www.receita.fazenda.gov.br/PessoaFisica/IRPF/2014/perguntao/assuntos/ganho-de-capital.html>>. Acesso em 09 de abril de 2015.

[4] HALEMBECK, Luiz Fernando Amaral, op. cit. p. 161.

[5] HALEMBECK, Luiz Fernando Amaral, loc. cit.

 [Voltar](#)



Porto Alegre | Rio Grande do Sul
Telefone | +55 (51) 3233-3588

Caxias do Sul | Rio Grande do Sul
Telefone | +55 (54) 3028-0013



[SOBRE](#)

[ÁREAS DE ATUAÇÃO](#)

[EQUIPE](#)

[ESTRUTURA](#)

[NOTÍCIAS](#)

[CONTATO](#)

© 2019 Carpena. Todos os direitos reservados | Designed by **JO3** DESIGN SQUADRON

O Contrato de **Escrow** como Garantia de Acesso ao Código-Fonte

Silmara Bega Nogueira

Advogada; Professora do Centro Universitário de Rio Preto - UNIRP; Mestre em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP.

Artigo publicado na Revista Magister de Direito Empresarial, Concorrencial e do Consumidor nº 02 - Abr/Maio de 2005

RESUMO: Tendo em vista que o programa de computador (*software*) é um nome genérico para longa cadeia de códigos escritos em linguagens de programação diferentes, refletindo na maioria das vezes o estilo do autor que o elaborou, por menor que seja a modificação a ser realizada, o usuário precisa do código-fonte que está em poder do criador do programa para proceder às mudanças, gerando uma submissão do usuário. A fim de evitar tal submissão é que juristas europeus e norte-americanos criaram - e começaram, paulatinamente, a desvendá-la - essa nova modalidade contratual denominada *Contrato de Escrow*. Por meio desse contrato procura-se dar proteção normativa aos direitos, tanto dos usuários/licenciários que adquirem o programa de computador, quanto dos licenciadores que depositarão o código-fonte nas mãos de uma terceira pessoa neutra e imparcial (*escrow agent*), que se comprometerá a restituir referido código ao seu proprietário original ou entregá-lo ao usuário, em se verificando alguma das condições que lhe autorizem a liberação como, por exemplo, a não prestação da devida assistência técnica contratada ou a superveniente ocorrência de falência da empresa vendedora do programa.

SUMÁRIO: 1 Considerações Introdutórias; 2 Relevância do Tema; 3 **Escrow** e Institutos Afins; 4 Do Contrato de **Escrow**; 5 Origem do Contrato; 6 Classificação do Contrato; 7 Da Função Econômica; 8 Conclusão.

1 Considerações Introdutórias

Podemos observar que estamos diante de uma *nova revolução industrial, a revolução da informática, da microeletrônica e das telecomunicações*, sendo necessários conhecimentos jurídicos e técnicos por parte dos elaboradores e aplicadores do Direito, que precisarão estar se atualizando e orientando-se segundo laudos de especialistas em informática. Tal quadro acarreta uma dependência tecnológica dos usuários, sejam juristas ou não, frente aos possuidores de tais fontes de conhecimento e com o advento do comércio eletrônico, ¹ já que modelos tradicionais de negócios estão sendo constantemente desafiados, tornando-se evidente a necessidade de adaptação a essa nova realidade a fim de se manter um negócio próspero no futuro.

Para acompanhar todo esse quadro, as empresas que criam e desenvolvem *softwares*, tem se mostrado extremamente dinâmicas, acompanhando os desafios que a economia globalizada vem propondo. ² Dessa maneira, conforme nos adverte Manoel Joaquim P. dos Santos: ³ "O processo de globalização leva a uma padronização da indústria de software que exige o desenvolvimento de uma tecnologia padrão que permita facilidade de uso, integração e interoperabilidade".

Todo esse dinamismo, inquestionavelmente, trouxe, e ainda trará, muitos benefícios, mas também poderá acarretar graves prejuízos, razão pela qual os adquirentes de *software* precisam se precaver para que todo esse avanço não lhes seja prejudicial.

As estatísticas, ainda, mostram a extrema volatilidade da indústria tecnológica, ⁴ o que aumenta a probabilidade de empresas fornecedoras de programas de computador irem à falência. Fruto desse desenvolvimento tecnológico, as empresas que desenvolvem *softwares* colocam à disposição do usuário informações necessárias à utilização de determinado programa e mantêm sob seu controle o denominado *know-how*, ⁵ ou seja, os segredos industriais e comerciais para a elaboração do *software*, a fim de que não se viole a propriedade intelectual e possa acarretar o desaparecimento da empresa no mercado. Tais segredos ⁶ são considerados pontos frágeis, semelhantes à fórmula da Coca-Cola à detentora de tal nome de domínio.

Ainda, como *software* é um nome genérico para longa cadeia de códigos escritos em diferentes linguagens de programação, refletindo na maioria das vezes o estilo do programador que o elaborou, ⁷ por menor que seja a modificação a ser realizada, o usuário precisa do analista para fazer alterações, que, por sua vez, necessita do código-fonte para proceder às mudanças,

ficando à mercê das empresas que desenvolvem o *software*, pois dificilmente conseguir-se-á modificar o programa adquirido ou adaptá-lo às novas realidades surgidas.

A fim de evitar tal submissão é que juristas europeus e norte-americanos começaram a desvendar essa modalidade contratual denominada Contrato de **Escrow**, informada pelos novos discursos jurídicos ⁸. Ou ainda, nos dizeres de Emilio del Peso Navarro: "*La irrupción de estas nuevas tecnologías en el mundo empresarial e institucional ha propiciado la aparición de nuevos modelos de contratos y asimismo de nuevas formas de contratación*". ⁹

A celebração desse contrato não precisa ser ampla e irrestrita, apenas se mostrando fundamental quando o *software* for a "ferramenta" primordial de trabalho de uma empresa e não for possível a substituição do programa inicialmente adquirido por outro equivalente, sem afetar a continuidade dos negócios da empresa e acarretar elevado custo à mesma.

Podemos constatar que nos Estados Unidos, em virtude da grande quantidade de transações efetuadas, esse contrato se limita ao depósito do código-fonte; já na Europa, principalmente França, Inglaterra e Holanda, o referido contrato aproxima-se do que poderemos definir como "perfeito" na medida em que visa não apenas ao depósito de tal código, mas também, e primordialmente, à garantia do processo de monitoramento e verificação do desenvolvimento do *software*.

No Brasil, houve algumas tentativas para formalização de tal contrato, mas o mesmo tornou-se assimilável à alienação fiduciária, existindo somente empresas que realizam auditoria em máquinas (*hardwares*).

É importante, nesse passo, observarmos que o direito é sempre instrumento de mudança social, produzido pela estrutura econômica e com ela interagindo. Ao se analisar tal contexto, foi possível tecer algumas considerações preliminares que explicam a não-elaboração desse contrato no Brasil:

- relativa ignorância quanto à realização de processos de verificação sistemáticos e modernos pelos elaboradores de *softwares*, aliado ao fato do recente desenvolvimento da informática no Brasil, em torno de 15 anos, e à sua expansão mais voltada para o mercado externo;
- a aversão na elaboração de tais contratos pelos criadores de programas: os profissionais que atuam de forma idônea e correta relataram que, mesmo temerosos, efetuam a entrega do código-fonte, mas não concordam com a necessidade de verificação do mesmo; os demais profissionais, ou por má-fé ou por incompetência, não admitem que um terceiro - não-participante do processo de criação do programa - possa garantir a lisura e o bom andamento do mesmo;
- por fim, o próprio desconhecimento dos licenciatários/usuários ¹⁰ acerca do prejuízo ¹¹ que um criador de programa mal-intencionado ou que não forneça assistência técnica devida pode lhe causar.

Vale ressaltar que não será preciso desenvolver novo código-fonte, mas apenas que o licenciante o mantenha funcionando pelo período de tempo necessário, ou seja, durante o lapso em que o programa estará sendo utilizado pelo usuário, a fim de se evitar algum problema nas operações a serem realizadas.

Esse contrato se justifica para o investidor que, ao adquirir um *software*, deseja melhorar a qualidade de segurança do produto, evitando problemas futuros; para o usuário que recebe do vendedor somente o código-objeto, não permitindo que sejam feitas atualizações e reparos necessários; e para revendedores que estão de posse do produto, sem serem proprietários, a fim de garantir que o mesmo seja comercializado antes que se torne inoperante. O depósito do código-fonte pode ser exigência dos compradores mais atentos e perspicazes com toda essa evolução, não se tratando de exigência inócua, mas sim de algo vital para a continuidade do negócio da empresa adquirente do *software*.

Referido contrato pode desempenhar, igualmente, quando da oferta de venda, importante função mercadológica para as empresas fornecedoras de *software*, na medida em que elas, ao assumirem o compromisso de depositar o código-fonte em caução, não apenas facilitarão a comercialização do seu produto como demonstrarão idoneidade moral e habilidade de prover suporte técnico no futuro, revelando louvável preocupação com a satisfação do seu cliente. Ademais, o oferecimento de contrato que garanta o código-fonte em custódia aumenta o valor do produto final, tendo em vista o fator de segurança que a ele naturalmente se acrescenta.

Além disso, se essas empresas comercializadoras de *softwares* estiverem envolvidas em questões de direitos autorais ou em litigância que vise provar quem primeiro inventou o programa de computador, o armazenamento de cópias do código-fonte em caução será meio hábil de prova, eliminando dúvidas acerca da titularidade de tal programa.

Na atualidade, o departamento americano de direitos autorais já vem exigindo que as primeiras e as últimas 25 páginas do código-fonte sejam depositadas, ¹² embora seja mais prudente o depósito integral do mesmo.

Os advogados também devem aconselhar seus clientes para que, ao adquirirem programas de computador, imponham às empresas fornecedoras o depósito do código-fonte e da documentação pertinente em caução, devendo inserir nos contratos cláusula de rescisão na hipótese de inadimplemento por parte daquelas.

Em razão do que se observa na experiência negocial de nossos dias e da impossibilidade de a lógica jurídica cobrir todos os momentos do processo normativo, faz-se recomendável a celebração de tal contrato, ainda que de forma experimental, com o propósito de tentar suprir algumas desvantagens que possam advir quando da aquisição de programa de computador.

É justamente por meio dessa nova modalidade contratual, destarte, que se busca contornar os problemas trazidos pelo desaparecimento das empresas que desenvolvem os *softwares*, a fim de suprir essa dependência tecnológica, na tentativa de satisfazer tanto os interesses dos usuários de *softwares* como os dos criadores de tais programas. Ou seja, é necessário adaptar-se a essa nova realidade e admitir a celebração do Contrato de **Escrow** dentro do ordenamento jurídico brasileiro, pois, nos dizeres do advogado Emilio del Peso Navarro: ¹³

El derecho no puede permanecer ajeno a este hecho, y a pesar de que las viejas instituciones jurídicas, que han sabido perdurar a través de los siglos asimilando nuevas técnicas y nuevas costumbres, chirrien ante el fenómeno informático, el derecho ha de ser capaz de crear los mecanismos necesarios para que las nuevas relaciones jurídicas surgidas, o que en el futuro surjan, de este fenómeno queden debidamente reguladas.

Com o desenvolvimento de um sistema de informação em que o programa de computador constitui a *argamassa fundamental*, a forma de proteção desse elemento representa questão essencial já que afeta a própria disponibilidade do sistema e o exercício da liberdade de comunicação pela sociedade moderna. ¹⁴

Cogita-se, modernamente, da utilização da chamada *auto-regulação* para diferentes segmentos da vida econômica - como se se tratasse do emergir de uma nova *lex mercatoria* -, ampliada no seu círculo de aplicações e caracterizada pelas inovações nesse setor das comunicações como que para tentar atender a todas as modificações inerentes ao direito formal, em que sua dissociação com a moral se mostra insatisfatória e mesmo ao direito moderno, na qual a *sua universalidade e publicidade* encontram-se *diluídas*. ¹⁵ Complementa o professor Eros Roberto Grau, ¹⁶ no sentido de que "o direito moderno é afetado pela 'racionalidade', que lhe permite o desempenho da função de ordenar a circulação econômica regulada pelo mercado".

O direito como produto de uma determinada cultura não pode ser concebido como *universal e atemporal*, correspondendo em cada sociedade a um respectivo direito integrado por normas e princípios. *Não obstante podemos, no plano do abstrato, falar em certos modelos de direito.* ¹⁷

Ao surgirem estruturas normativas ou modelos jurídicos, eles se põem ou se positivam como realidade objetiva, ¹⁸ na tentativa de buscarmos tal objetividade, e obedecendo a evolução dos fatos, é que procuraremos tratar do Contrato de **Escrow**. Mais precisamente, justo por tratar-se de fruto da prática, produto da consideração histórico-social da experiência jurídica, é que tal instituto será analisado. ¹⁹

Passemos, então, à análise de alguns aspectos dessa nova modalidade contratual.

2 Relevância do Tema

Com o estudo do Contrato de **Escrow** procurar-se-á pôr em realce aspectos históricos e funcionais desse contrato em oposição aos meramente formais e patrimoniais, já que eles impregnam, de modo inafastável, o contrato, exigindo que os analisemos não somente quanto à estrutura, mas também quanto ao seu substrato econômico. ²⁰

Ou seja, serão considerados, sobretudo, elementos de natureza funcional da Ciência Jurídica e não apenas os que são marcados por seu caráter eminentemente estrutural. ²¹

Algumas dessas reivindicações obtidas *captando* ²² as experiências já vividas nos Estados Unidos e na Europa nos dão conta dos prejuízos causados aos usuários/adquirentes de programas de computador em face da não-realização do depósito do código-fonte em caução. Desse modo, torna-se imprescindível uma incursão no plano do direito comparado sobre o instituto alienígena que se pretende trazer para o Brasil, pois sua determinação exata possibilitará o exame de sua natureza e do funcionamento nos sistemas em que surgiram. ²³

Atualmente, o direito comparado é um dos campos de pesquisa de maior importância, procurando atingir constantes jurídicas dos diferentes sistemas de Direito positivo. ²⁴ Assim, é por meio desses aspectos já vivenciados naquele âmbito que se analisará a possibilidade de serem produzidos os modelos jurídicos válidos aqui no Brasil (assim como a sua correlação com outros institutos), a fim de se alcançar a unidade lógico-axiológica que permeia nosso ordenamento jurídico.

É com tal escopo - e, em decorrência da experiência negocial já conhecida -, que nos enveredamos no estudo desse modelo dogmático ²⁵ denominado Contrato de **Escrow** com funcionalidade determinada ou facilmente determinável. A conveniência de o instituto vir a ser adotado no Brasil (mesmo que, inicialmente, em nível de modelo experimental, como mera hipótese de trabalho, passando-se, posteriormente, para o desempenho de uma função positiva e necessária aos domínios da Ciência Jurídica) parece ser considerável. Ao enquadrar-se o Contrato de **escrow** como "modelo", no entanto, não se há de fazê-lo mediante simples abstração intelectual, mas sim como algo que implica comportamentos intersubjetivos entre as partes que nele intervêm (licenciante/licenciário e depositário) e que precisam ser convalidados pela norma.

No Direito Comercial, em especial, a utilização de modelos dogmáticos se mostra cada vez mais eficaz para suprir ou completar lacunas resultantes de um *Código* promulgado em 1850, quando se verificava a situação socioeconômica totalmente diversa. Tampouco o novo *Código Civil de 2002*, aliás, terá trazido (a par da unificação do direito obrigacional, preconizada desde Teixeira de Freitas) alguma inovação em matéria de contratos empresariais modernos.

Nem poderia, de certo modo, ser de outra forma. As características do direito comercial de outrora, assim como do direito empresarial de agora, são a rapidez de sua aplicação e a elasticidade de seus princípios, *que o tornaram um direito vivo, solerte e ágil...*, constituindo, em certos casos, *verdadeiras derrogações dos princípios informativos* ²⁶ do *Direito Obrigacional comum, impelindo-as a serem reguladas pela lei comercial e por seus usos e costumes.* ²⁷

No caso específico do contrato de **escrow**, interesses tanto dos usuários quanto dos licenciantes de programas de computador em situações típicas, para garantir a caução do código-fonte e demais elementos utilizados pelos desenvolvedores de programas, serão mantidos e devidamente regulados. É com esse escopo que serão traçados, nesta parte do trabalho, pontos primordiais desse contrato, sempre na tentativa de se exigir soluções normativas para tal modelo e evitar prejuízos aos adquirentes de *software*. ²⁸

3 **Escrow** e Institutos Afins

A palavra **escrow** é derivada do francês antigo *escroe*, que deu origem à palavra inglesa *scroll*, que, por sua vez, é uma espécie de garantia para contratos. ²⁹

Etimologicamente, a palavra **escrow** encerra o sentido de lacrado, selado; juridicamente traz o sentido de caução; **escrow agreement** contrato de caução e **escrow agent** agente fiduciário, mas a palavra **escrow** nada mais é do que o depósito de documento, dinheiro, ações ou outra espécie de bens nas mãos de uma terceira pessoa.

Software escrow significa depósito do código-fonte do *software* em conta mantida por uma terceira pessoa, o **escrow agent**. O **escrow** é tipicamente requerido pelo licenciário para garantir a manutenção do programa.

De maneira ampla e irrestrita o Contrato de **escrow** pode ser celebrado na compra de terras, em caso de vendas de ações, em depósitos visando à construção de algo, em financiamentos de projetos e em caso de licenciamento de programas de computador. ³⁰ Ou seja, tal contrato é celebrado quando as partes concordam em armazenar algo de valor para assegurar representações, garantias, acordo ou qualquer tipo de obrigação que uma das partes tenha feito perante a outra.

Existe no nosso ordenamento o **escrow account**, muito utilizado quando da aquisição e da fusão de empresas, em que parte do preço fica sob a custódia de terceira pessoa até que o verdadeiro valor da empresa, isto é, líquido de eventuais contingências e passivos ocultos, seja avaliado pelo comprador, mesmo após efetiva transferência de ações ou quotas. De acordo com o resultado dessa avaliação, o valor em **escrow** é liberado para o vendedor ou devolvido ao comprador.

Esse serviço vem sendo oferecido pelo banco americano JP Morgan, que funciona como parte complementar e independente, mantendo caixa ou outra forma de ativos até que os compromissos ou acordos sejam executados ou devidamente cumpridos. Esclarece que, embora existam várias aplicações comerciais diferentes para uma **escrow**, basicamente existe sob duas formas: *depositário escrow* aplicado no mercado de fusões e aquisições, garantia de dívida, de operações financeiras etc; e, *escrows de fluxo de caixa*, sendo o fluxo de caixa de uma empresa dirigido a uma terceira pessoa neutra e independente (agente **escrow**) utilizado em *joint ventures*, vendas por meio de terceiros, acordos de subcontratação, aumento de capital, fundos de construção e fluxo de pagamento de direitos de exploração de marcas e patentes autorais. ³¹

Salienta o JP Morgan, como vantagens dessa **escrow**: custo reduzido em comparação com outros dispositivos utilizados para prevenir riscos como cartas de crédito, cauções de títulos e garantias bancárias; segurança oferecida; por serem produtos não atrelados ao crédito a utilização de *escrows* não será considerada como uso de crédito e sua capacidade e volume são, teoricamente, ilimitados.

A título exemplificativo, no tocante ao **escrow account**, podemos analisar recente notícia veiculada a qual trazia que a sociedade em conta de participação, Minvest (produto de investimento da Mtel, integradora especializada na implantação de redes de comunicação de dados, voz e imagem) arrecadou 16 milhões em 10 meses como produto de investimento na área de tecnologia. Acrescentou-se que como garantia do negócio, os equipamentos que referida empresa usa nos empreendimentos ficam caucionados em favor do investidor, de acordo com o valor do investido e os pagamentos recebidos pelos projetos são depositados em uma conta bancária específica (*modelo escrow*, acrescenta) repassando o banco ao investidor o valor mensal investido com os rendimentos proporcionais. ³²

Tal condição também foi uma das exigências realizadas em oferta pública de aquisição de ações (OPA), que trazia ao lado da cláusula do pagamento em moeda corrente todos os demais termos e condições a que estiver sujeita a aquisição do controle, *incluindo eventuais retenções em conta de depósito em garantia ("escrow account")*. ³³

Esse modelo **escrow** ainda vem sendo utilizado por empresas privadas que exercem papel intermediário, buscando conectar vendedores e compradores americanos ³⁴ e também sugerido aqui no Brasil como forma de garantir segurança nas compras *on-line* por meio da intervenção do direito notarial na Internet. Ou seja, o notário intermediaria o processo de compra e venda na Internet, funcionando como fiel depositário (semelhante ao **escrow agent**) na medida em que manteria o valor em uma conta corrente e somente após a certeza e segurança da transação, bem como da logística do mercado ter chegado até o fim, daria termo à transação com a segurança técnica e confiança que a atividade notarial determina. ³⁵

Ainda, em seminário proferido em agosto de 2002, *Institutional Trust Services - Escrow Seminar*, conduzido por Eduardo Salomão Neto, do escritório Levy & Salomão, observando os *Aspectos Legais do "Escrow" no Brasil* trouxe suas principais utilidades: "depósito de bens corpóreos; depósito de dinheiro relativo a: i) *convenants* financeiros, ii) *escrow accounts*, iii) reserva para pagamento em substituição a *letter of credit*, iv) garantia de instância em arbitragem, e v) centralização de caixa em atividades consorciais; depósito de documentos contendo informações - o segredo de indústria e sua insuficiente proteção no Brasil pelas regras de concorrência desleal".

Há, ainda, o sistema *Key Escrow*, que disponibiliza mecanismo tal qual nos telefones ou computadores para garantir comunicação segura enquanto permite a um monitor o acesso às comunicações encriptadas de acordo com as condições prescritas. Esse sistema dará aos usuários, e até mesmo aos governantes, mais confiança e permitirá *escrow* completamente automatizado e sistema de recepção. ³⁶

Por outro lado, no âmbito contratual, temos uma subdivisão do Contrato de *Escrow* em duas espécies: uma aplicada no direito imobiliário americano (*Real State*), ³⁷ que não é o objeto do nosso estudo, e outra utilizada como instrumento hábil para garantir que se efetue o depósito do código-fonte do *software* a um terceiro, que só será entregue ao respectivo destinatário se verificada a ocorrência de alguma das condições expressamente previstas no contrato, esse sim nosso objeto específico.

A título de esclarecimento, *The Real State forms* inclui aplicações de renda, regras e regulamentação para propriedade residencial e comercial, transferência da locação, extensão do contrato de locação, extensão das opções de contratos de compra, divulgação das formas específicas de *real state* e outras formas. ³⁸

4 Do Contrato de *Escrow*

No tocante à expressão "Contrato de *Escrow*", tal não é uma denominação unânime na doutrina, uns também o chamam de Contrato de Depósito Fiduciário ³⁹ ou Contrato de Garantia de Acesso ao Código-Fonte, no entender de Emilio del Peso Navarro e, ainda, no Direito italiano, Finocchiaro ⁴⁰ o denomina *Cessione del codice sorgente*.

Esse contrato geralmente é requerido pelo licenciante com participação de uma terceira pessoa, que faz às vezes de depositária fiel, visando assegurar a manutenção do *software* e, conseqüentemente, seu bom funcionamento. Os custos desse contrato em geral variam entre U\$ 1000 e U\$ 2000 por ano, por licenciatário, podendo ser reduzido em havendo substancial número de licenciatários. ⁴¹

O professor Ricardo Luis Lorenzetti ⁴² assim o define:

O contrato de *escrow* se celebra entre a empresa de *software* proprietária do programa e o usuário do mesmo, com a concorrência de um terceiro depositário. A característica do contrato é a relação entre o titular do programa e o agente fiduciário.

Em outras palavras, a empresa de informática que desenvolve o *software*, a depositante, entrega uma cópia do *código-fonte* do programa licenciado a um terceiro, o depositário, que se compromete a mantê-lo sob custódia e a seguir as regras desse depósito que determinarão o momento em que ocorrerá a restituição do referido código ao seu proprietário ou a entrega ao cliente que contrata a licença de acordo com o disposto pelas partes.

Desse modo, observa-se que o Contrato de *escrow* depende da existência do contrato de depósito, mas com ele não se confunde conforme será analisado oportunamente. Salienta-se, ademais, que o Contrato de *escrow* é sempre acessório a outro contrato, seja de licença de uso, de revenda de *software* ou outros, esses poderão ser efetuados, de forma simultânea, ao contrato de *escrow*, anterior ou até mesmo posteriormente.

Como adverte Javier Prefaneta Rodríguez: ⁴³

Na prática, a empresa que desenvolve o *software* e a licenciada estabelecerão, no contrato de cessão de uso de *software*, uma cláusula onde a primeira se comprometerá a depositar perante um terceiro o código-fonte do programa em questão.

E, de acordo com Xavier Ribas, ⁴⁴ tal contrato pode ser definido:

Como aquele pelo qual, a empresa de *software* e o usuário pactuam a entrega do código-fonte a um terceiro (...) que se constitui em depositário do mesmo e se obriga a entregá-lo ao usuário, quando se cumparam as condições determinadas no contrato.

Assim, como já citado neste trabalho, o código-fonte se apresenta como elemento imprescindível ao adquirente do *software*, pois é por intermédio dele que se viabiliza a manutenção e o suporte do programa, permitindo-se diminuir a dependência tecnológica entre as empresas fabricantes dos *softwares* e os usuários respectivos.

Segundo entendimento do brilhante autor Carrascosa López: ⁴⁵

O contrato de **escrow** se celebra entre a empresa de *software*, titular dos direitos de propriedade intelectual sobre o programa, e o usuário do mesmo, mas, por sua vez, exige-se a concorrência, pela própria essência do contrato de um terceiro depositário, pelo que este terceiro, ou bem intervém no próprio contrato, ou bem se vincula a ele através de um contrato conexo.

Sinteticamente, é um contrato pelo qual se designa uma terceira pessoa, neutra e independente, que receberá o código-fonte do proprietário do *software* e terá o dever de conservar tal bem em lugar seguro e entregá-lo somente às pessoas expressamente designadas no contrato, em se verificando alguma das situações que justifique tal entrega.

De acordo com esses conceitos, verifica-se que no Contrato de **escrow** existem as seguintes partes envolvidas:

- empresa de *software* titular dos direitos de propriedade intelectual do programa;
- usuário que necessita, para manutenção ou atualização do programa adquirido, do *código-fonte* a ser fornecido pela empresa mediante certas condições;
- depositário.

Observa-se, ainda, que por meio desse contrato é possível atingir duplo objetivo: [46](#)

- garantir ao usuário acesso ao *código-fonte* em caso de desaparecimento da empresa provedora, possibilitando atualizações e modificações, a fim de que o programa não se torne inviável;
- manter protegido o *know-how* dos programas de computador das empresas que os fornecem na medida em que o terceiro depositário manterá o código em custódia funcionando como agente fiduciário e se responsabilizará a cumprir todas as condições estabelecidas no contrato. Ou seja, tal contrato serve para resguardar o titular de um *software* que não quer revelar as fontes ao usuário ou licenciatário.

Tal entendimento pode ser corroborado, em artigo de Gabriela Guerriero, [47](#) nos seguintes termos:

Uma forma de resolver o conflito de interesses do usuário/licenciário do *software* e o vendedor/licenciante do programa é a celebração do contrato de **escrow** entre o vendedor, o usuário e uma terceira pessoa imparcial, independente e neutra, a qual terá em depósito o código-fonte do programa licenciado e o entregará ao usuário, em caso de ocorrerem algumas das circunstâncias previstas contratualmente.

Em suma, é um meio pelo qual a empresa fornecedora do *software* se obriga a depositar o *código-fonte*, e o depositário, diante de determinadas circunstâncias, obriga-se a disponibilizá-lo ao licenciário para que o mesmo possa continuar usufruindo do programa adquirido. Ou ainda, como adverte Carrascosa López, [48](#) esse contrato se justifica a fim de resolver conflitos surgidos entre usuário de um programa e empresas criadoras, em relação à posse do código-fonte.

É justamente nesse depósito que consiste tal contrato, advertindo-se que o código-fonte só será entregue ao usuário se a empresa que vendeu o *software* tiver sua falência decretada ou quando ficar impossibilitada de prestar a devida manutenção e atualização do programa da maneira como ficou estipulado no contrato de licenciamento do programa. Tais cláusulas que justificam a liberação do código-fonte serão vistas, de maneira pormenorizada, no decorrer deste trabalho.

Assim, de maneira sucinta, o contrato de **escrow** [49](#) deve incluir em seu bojo o seguinte: [50](#)

- descrição compreensível do que constitui o código-fonte, bem como do local e condições sob as quais ele será mantido;
- obrigação da empresa de depositar atualizações ou novas versões do código-fonte;
- quantidade de cópias a serem depositadas, frequência desses depósitos e o local onde serão mantidas e armazenadas;
- mecanismo de verificação para que o usuário saiba que o material depositado corresponde à mesma versão que ele possui;
- em caso de existir mais de um beneficiário do objeto contratual, como eles serão definidos, acrescidos, removidos etc.;
- eventos desencadeadores adequados para entrega do código-fonte ao usuário;
- eventos que devolverão o código ao fornecedor original;
- formas de solução dos conflitos, por exemplo, arbitragem e mediação;
- deveres do depositário;
- obrigação de informar à parte contrária sobre qualquer falha do convencionado com ela;

- pagamento do depositário e consequências do seu não-pagamento;
- outras provisões contratuais como foro, data de vencimento etc.

5 Origem do Contrato

A origem desse contrato, segundo Xavier Ribas, ⁵¹ deve se encontrar na legislação falimentar norte-americana, já que por meio dessa modalidade contratual surge a possibilidade de ficar pactuado entre as partes que a empresa fornecedora de programas de computador, proprietária do *código-fonte*, entrega dito código em custódia a um agente fiduciário, que pode ser um cartorário ou terceira pessoa confiável, que se obriga a restituí-lo conforme convencionado.

Nos Estados Unidos, o Código de Falência foi modificado para providenciar proteção às empresas de licenciamento de *software*. E, em 1989, o congresso americano aprovou o Ato de Proteção da Propriedade Intelectual em casos de Falência, proporcionando certa proteção ao usuário ao proibir que o síndico bloqueie a liberação do código-fonte pelo depositário fiel. Desse modo, os Contratos de **Escrow** ficaram excluídos da proteção conferida às empresas de tecnologia que têm falência declarada. ⁵²

A importância desse tipo de contrato vem aumentando nas últimas décadas, sendo que na França e na Austrália esse tipo de serviço de armazenamento do código-fonte foi introduzido no início da década de 1980. No Reino Unido, tal serviço foi introduzido em 1983 e é cada vez mais utilizado. ⁵³

6 Classificação do Contrato

O Contrato de **escrow** pode ser considerado uma modalidade de contrato informático de prestação de serviços, ao lado dos contratos de serviço de computação e de prestação de assistência técnica e manutenção. Ou seja, de acordo com a natureza jurídica do contrato, existirão tantos quantos forem os negócios jurídicos realizados sobre esse objeto: simples venda, aluguel, manutenção, prestação de serviços, execução de obra, comodato, depósito, licença de uso etc. e, como citado acima, de **Escrow**.

Assim, Emilio del Peso Navarro, ⁵⁴ ao relacionar contratos de *software*, traz entre as modalidades mais freqüentemente realizadas o Contrato de **Escrow** ou também denominado por esse advogado Contrato de Garantia de Acesso ao Código-Fonte. Vale a pena constar, ainda, que tal autor o define como *uma contratação de licença de uso de um produto que deverá se adaptar às necessidades do usuário*.

7 Da Função Econômica

Tal contrato possui relevante função econômica que pode ficar claramente demonstrada se tomarmos como exemplo um caso que aconteceu em Chicago. ⁵⁵

A *Amoco Corporation*, companhia de óleo e produtos químicos de Chicago, decidiu comprar um novo programa de computador de uma empresa de pouca expressão. Tal projeto teve um custo de 10 milhões de dólares para seu desenvolvimento e afetaria mais de 15 mil empregados da empresa.

Depois de iniciada a execução do programa, veio a notícia de que a empresa que havia celebrado negócio com a *Amoco*, por graves problemas financeiros, tornou-se alvo fácil para empresas européias, dando a impressão de que não poderia cumprir o combinado.

Devido à extrema precaução da *Amoco*, havia sido realizado com a empresa do programa um acordo pelo qual o código-fonte foi colocado em caução e inserida uma importante cláusula nesse acordo, estabelecendo que em caso de venda da empresa de computadores, a *Amoco* poderia optar entre continuar o negócio com a nova empresa ou reaver o código-fonte.

No exemplo citado, a *Amoco* recebeu o código-fonte duas semanas após o pedido e, poucos meses depois, a empresa que desenvolveu o programa vendeu-o para uma empresa européia. Em relatos proferidos, a *Amoco* mencionou que o contrato de caução aproximou a empresa européia da sua, proporcionando que outras empresas providenciassem todo suporte técnico para os produtos da *Amoco*.

Podemos observar que na medida em que o agente econômico busca formas de satisfazer suas necessidades, a sociedade e, em especial nós, estudiosos do direito, procuramos encontrar instrumentos viáveis para garantir o cumprimento das avenças estipuladas e salvaguardar os interesses das partes. Ou ainda, nos dizeres do professor Orlando Gomes: ⁵⁶ "Tamanha é a importância dos contratos como 'fato econômico', que sua disciplina jurídica constitui a estereotipação do regime a que se subordina a economia de qualquer comunidade".

Foi com esse intuito que passamos a estudar o Contrato de **Escrow**, ou seja, garantindo a continuidade de utilização do programa pelo usuário já que restará diminuída a dependência dos mesmos, em especial quanto ao suporte ou manutenção

do *software* adquirido e resguardando a própria economia de sua empresa, protegendo-a pelos investimentos efetuados quando da aquisição do *software*.

Encontrando-se a causa funcional típica do Contrato de *escrow*, na precisão de se satisfazer, de maneira segura e economicamente viável, a necessidade dos adquirentes de *software*, talvez seja necessário repensar a função do direito dos contratos, analisando relações não simplesmente pela estrutura, mas de acordo com o negócio visado pelas partes, sua função econômica e dependência de regras que estabeleçam colaboração entre as partes. ⁵⁷

O Contrato de *Escrow* também se encaixa nesse quesito de regras de colaboração entre as partes, pois visa conciliar interesses aparentemente conflitantes, quais sejam, do licenciante que sendo proprietário do *know-how* do programa reluta em entregá-lo e do usuário que precisa ter garantida a possibilidade de recebimento do código-fonte em se verificando algumas das causas que autorizem a liberação para preservar a continuidade de seus negócios e o funcionamento de sua empresa. Visando atingir essa *colaboração entre as partes* é que tal código é conferido a um terceiro neutro e imparcial, denominado *escrow agent*.

É justamente buscando essa função econômico-social, que intervém o Direito. Demonstrada a função ou as funções econômica(s) do Contrato de *escrow*, parece-nos claro que a função social também se queda justificada clamando o interesse público por sua tutela, a fim de se evitarem prejuízos maiores às empresas adquirentes de *softwares*. A busca pela função social do contrato é, doravante, uma visão positivada com a entrada em vigor do Código Civil de 2002, complementada pela exigência de observância dos princípios da probidade e da boa-fé.

8 Conclusão

As considerações anteriores parecem indicar a necessidade de maior aprofundamento doutrinário desse contrato entre nós. Sua distinção com as outras figuras jurídicas existentes - e tradicionalmente conhecidas no mundo jurídico -, ao lado da especial função que tem a desempenhar, evidencia a oportunidade de uma investigação adicional sobre a matéria. Se é certo, com efeito, que o *escrow* possui certas características do contrato de depósito, pode ele assumir ora as feições de simples cláusula de manutenção num contrato de cessão de uso; ora o de um contrato de compra e venda sob condição suspensiva; ora, ainda, o de um contrato de fideicomisso; ora, finalmente, de acordo com doutrina mais moderna, uma espécie dos chamados *contratos relacionais*.

O que se pode concluir, *a priori*, é que se trata de contrato atípico, já que não expressamente previsto por modelo legal, além de possuir natureza complexa. Não se pode negar que tal contrato possua, como pressuposto para sua celebração, a existência de depósito prévio, por parte da empresa titular, dos direitos de propriedade intelectual sobre o programa. ⁵⁸ Nem por isso, no entanto, poderá ele ser confundido com nosso conhecido contrato de depósito, previsto tanto no já revogado *Código Comercial de 1850*, nos artigos 280 a 286, como no novo *Código Civil de 2002*, nos artigos 627 a 652. De um estudo mais pormenorizado - que, por ocasião de nossa dissertação de mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, tivemos a oportunidade de fazê-lo - foi-nos possível observar as várias diferenças existentes entre essas duas modalidades contratuais.

O paralelismo entre o Contrato de *escrow* e o de depósito é evidente, na medida em que o depósito do código-fonte é pressuposto ou fim mediato (o fim imediato, como já visto, é a garantia da autenticidade do material depositado e funcionamento do programa) para que o Contrato de *escrow* seja celebrado. Esse entendimento também é o do professor Ricardo Luís Lorenzetti, consoante se percebe pela seguinte passagem do ilustre autor argentino, ora designado para a Suprema Corte daquela Nação: ⁵⁹

É assimilável ao depósito enquanto o titular do código-fonte entrega um bem em custódia e o depositante se obriga a restituí-lo. O depositário assume, ademais, obrigações próprias do contrato de serviço de manutenção porque se obriga a proteger o código, atualizá-lo e mantê-lo.

O Contrato de *escrow*, por nós considerado como atípico, como já foi frisado, pode ser um todo orgânico, ⁶⁰ sendo que a força de usos e costumes deve ser considerada quando de sua elaboração e interpretação, sendo cabível, ainda, a aplicação da analogia ⁶¹ como forma de integração, combinando-se elementos de dois ou mais negócios típicos, já que se rege por disposições que regulam os negócios (contratos) em geral e pelas disposições (não-excepcionais) dos contratos típicos. ⁶²

Por fim, importante lembrar acerca da ampla elaboração do Contrato de *escrow* no direito comparado (especialmente Estados Unidos, Inglaterra, Holanda e França, para ficar nos exemplos mais expressivos), constituindo tal direito uma das mais altas manifestações de cultura. E, analisando o panorama da experiência jurídica, fácil é observar a universalidade da ciência, de um lado e, de outro, o processo econômico condicionado pela aplicação das mesmas estruturas jurídicas como intercâmbio de soluções jurídicas. ⁶³

Em especial no Direito Comercial, que possui universalismo jurídico conatural às formas e ao objeto de sua normatividade, é que os modelos jurídicos utilizados no direito comparado assumem relevo especial, procurando esclarecer novos modelos e oferecer indicações úteis ao Direito que se encontra em elaboração. ⁶⁴

Mas é claro que não podemos proceder a mero confronto de códigos ou leis de diversos povos sem considerarmos as

estruturas sociais, políticas e econômicas de cada um deles. Pode-se dizer, aliás, a salvo de equívoco, que uma das verdadeiras *descobertas* da especulação sobre os contratos, nos últimos quarenta anos, terá sido o especial realce outorgado à função econômica desempenhada por tais negócios. Mas, a grande verdade, é que Messineo já houvera destacado - e, antes dele, Vivante - que o contrato é um instrumento jurídico destinado a satisfazer as necessidades humanas e que a realidade econômica a ele não poderia ser menosprezada. ⁶⁵

Chamava a atenção o segundo dos comercialistas citados para a absoluta necessidade de conhecer-se a *estrutura técnica* e a *função econômica* do instituto jurídico que se pretende estudar. Dizia ele, em tradução livre que nos permitimos fazer, nesta oportunidade:

Aos estudantes e estudiosos - já que as duas palavras não são sempre sinônimas - que amiúde me pedem conselhos e sugestão de temas para as suas dissertações, não posso orientá-los senão pelo método seguido por mim. Não se aventurem a uma análise jurídica sem conhecerem a fundo a estrutura técnica e a função econômica do instituto que é objeto de seus estudos.

O Contrato de **escrow** deve trazer todo o procedimento do depósito e manuseio do código pelo licenciante ou agente, incluindo cláusulas de atualizações, custódia etc. e a maneira como serão efetuados depósitos (onde e como o objeto contratual será armazenado e dirigido ao destinatário). Importante fixar os procedimentos de liberação em ocorrendo algum dos eventos desencadeadores, incluindo, ainda, como serão comunicadas as partes, data de entrega pelo responsável e argumentos contrários e assim por diante.

O tema do Contrato de **Escrow** ainda não foi, como já salientado, analisado com a profundidade desejável pela doutrina brasileira. Devido ao crescente número de problemas, porém, que a não-utilização desse contrato vem ocasionando, tanto na Europa como nos Estados Unidos, entendemos de bom alvitre examiná-lo - ainda que em singelas páginas - como forma de tentar antecipar uma reflexão para a problemática que, no decorrer dos próximos anos, deverá ganhar maior relevo aqui no Brasil.

A apresentação do modelo escolhido também se baseou na convicção de que todo "modelo" pressupõe trabalho de equipe, lenta e gradualmente elaborado, com sucessivas contribuições de toda a comunidade para a qual ele se destina. Assim, a despeito dos naturais acertos e erros cometidos nesta nossa primeira abordagem, esperamos que o presente estudo possa servir de base para suscitar novas reflexões sobre o tema e que elas frutifiquem admiravelmente em prol da sociedade brasileira.

9 Bibliografia

AGUIANO JIMÉNEZ, José María. *Proteger mejor su inversión en software: un análisis del contrato de depósito de fuentes*, de principio a fin. Madrid: Institute for International Research, 1995.

ALPA, Guido. *Sulla qualificazione dei "contratti d'informatica"*. Economia e diritto del terziario, 1989.

ANGEL, Jorge Ignacio. Las lecciones que dejó Silicon Valley de 10/03/2002 - Redacción Virtual - Cisco Systems - Cisco en los Medios Disponível em: <<http://www.ciscoredaccionvirtual.com/redaccion/cisconoticias/noticia.asp?link=70>>. Acesso em: 10 jan. 2004.

ASCARELLI, Tullio. *Panorama do direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 1947.

_____. *Problemi giuridici*. Milano, 1959, v. 1.

BITTAR, Carlos Alberto. *Contratos comerciais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1994.

BOBBIO, Norberto. *Dalla struttura alla funzione: nuovi studi di teoria del diritto*. 2. ed. Milano: Ed. di Comunità, 1984.

BULGARELLI, Waldírio. *Contratos mercantis*. 9. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

CARRASCOSA LÓPES, V.; POZO ARRANZ, M^a A.; RODRÍGUEZ DE CASTRO, E. P. *La contratación informática: el nuevo horizonte contractual - los contratos electrónicos e informáticos*. 3. ed. Granada: Ed. Comares, 2000.

CARRICK, David M.; AIKINS HILAIRE, Francis J. St, MACAULAY & Thorvaldson. *Source code **escrow**: a pragmatic balancing act and a "win win" solution*. Versão 8 set. 1996. Disponível em: <www.innovasafe.com/carrick.doc>. Acesso em: 4 ago. 2003.

CARRIÓ, Genaro. *Notas sobre derecho y lenguaje*, 4. ed., 1990, Abeledo-Perrot, Buenos Aires.

CLARKE, Roger. *When your software supplier lets you down... the case for inspection of software **escrow** deposits*. Versão de 8 set. 1994. Disponível em: <www.anu.edu.au/people/Roger.Clarke/SOS/PaperEscrow.html>. Acesso em: 22 out. 2003.

COMPARATO, Fábio Konder. A reforma da empresa. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 22, n. 50, abr./jun. 1983.

DE LUCCA, Newton. *Direito do consumidor - Teoria geral da relação de consumo*, Ed. Quartier Latin, 2003.

_____. *Aspectos jurídicos da contratação informática e telemática*. São Paulo: Saraiva, 2003.

DRIADE. Disponível em: <www.driade.com.br/clientes_sel.php?empresa=19&id=281>. Acesso em: 4 out. 2003.

ESCROW.COM. Disponível em: <www.escrow.com>.

ESCROW: origen del contrato. Disponível em: <<http://www-assig.fib.upc.es/~si/treballs-SI2001/e6784432/articles/Ribas.htm>>. Acesso em: 4 ago. 2003.

FARIA, José Eduardo. Informação e democracia na economia globalizada. In: SILVA JÚNIOR, Ronaldo Lemos; WAISBERG, Ivo (Orgs.). *Comércio eletrônico*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2001.

FATO Relevante. CREMER S. A. Disponível em: <www.cremer.com.br/main_investidores_fato-relevante_27-06-2003.htm>. Acesso em: 4 out. 2003.

FINOCCHIARO, Giusella. *I contratti ad oggetto informatico*. Padova: Cedam, 1993.

FREIBRUN, Eric S. *Source code escrow agreements* - balancing the interests of users and vendors. Disponível em: <www.innovasafe.com/freibrun.doc>. Acesso em: 10 jul. 2003.

GICO JÚNIOR, Ivo Teixeira. *Princípio da eficiência e o software livre*. Gazeta Mercantil, São Paulo, Caderno Legal & Jurisprudência, 25 abr. 2002.

GOMES, Orlando. *Contratos*. 25. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

_____. *Transformações gerais do direito das obrigações*. São Paulo, 1967.

GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*. 5. ed. São Paulo: Malheiros, 2003.

GUERRIERO, Gabriela. El **escrow** de código fuente: herramienta de protección de los derechos de propiedad intelectual del autor de un programa de computación. *AADT-Asociación Argentina de Alta Tecnología*. Disponível em: <www.aadat.org/autor%20escrow.htm>. Acesso em: 4 ago. 2003.

HARRINGTON, Gregory. **Escrow agreements** - important legal considerations. Linklaters. Seminário na Cidade de São Paulo.

JPMORGAN. Disponível em: <jpmorgan.com/escrow>. Acesso em: 27 out. 2003.

LAW Dictionary. 3. ed. Steven H. Gifis; Barron's Educational Series, Inc.; 1991, Estados Unidos da América.

LOPES, Mauro Brandão. S. A.: *títulos e contratos novos*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1978.

LORENZETTI, Ricardo Luís. *Comercio electrónico*. Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 2001.

_____. Informática, cyberlaw, e-commerce. In: DE LUCCA, Newton; SIMÃO FILHO, Adalberto. (Coords). *Direito & Internet: aspectos jurídicos relevantes*. São Paulo: Edipro, 2000. p. 419-461.

_____. *Problemas actuales de la teoría contractual*. Disponível em: <www.comunidad.derecho.org/acader/artlorenzettiacademia.doc>. Acesso em: 10 jul. 2003.

MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. 15. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2001.

MIRANDA, Custódio da Piedade Ubaldino. *Interpretação e integração dos negócios jurídicos*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1989.

MOORE, Andrew. *Making a case for software Escrow*, 28 set. 1999. *Business Line*. Disponível em: <www.blonnet.com/businessline/2000/08/02/stories/240239b9.htm>. Acesso em: 4 ago. 2003.

NECHVATAL, James. *A public-key - based key escrow system*. (National Institute of Standards and Technology, Gaithersburg, Maryland, J. Systems Software, New York: Elsevier Science Inc., 1996.

NERY JR., Nelson. *Os Princípios Gerais do Código Brasileiro de Defesa do Consumidor*, Revista de Direito do Consumidor n. 3, setembro/dezembro, 1992.

OCHMAN, Renato; FORGIONI, Paula. Riscos da importação de cláusula contratual no direito brasileiro. *Valor econômico*, São Paulo, ano 3, n. 633, Caderno Legislação & Tributos, 7 nov. 2002.

PASSOS, Francisco Nei Cunha dos. Intervenção do direito notarial. *Informa jurídico*. Disponível em: <www.uj.com.br/publicacoes/doutrinas/doutrina_showdoutrina.asp?tema=13&idd>. Acesso em: 3 out. 2003.

PESO NAVARRO, Emilio del. Que tipos de contratos del mercado actual cubren mejor sus necesidades? Advogado e

licenciado em informática - Sócio Diretor do IEE. Disponível em: <www.onnet.es/06062001.htm>. Acesso em: 4 ago. 2003.

PREFANETA RODRÍGUEZ, Javier. Sobre el contrato de **escrow**: naturaleza jurídica y algunos problemas. Depto Jurídico APTICE, mar. 2002. *Alfa-Redi*. Disponível em: <www.alfa-redi.org/revista/data/47-6.asp>. Acesso em: 1 jul. 2003.

RAMSAY, John T. *Software licensing primer*. Macleod Dixon. Disponível em: <<http://www.macleoddixon.com/content/files/software.pdf>>. Acesso em: 17 out. 2003.

REALE, Miguel. *Lições preliminares de direito*. 2. ed. São Paulo: Bushatsky, 1974.

_____. *O direito como experiência: introdução à epistemologia jurídica*. 2. ed. 3. tir. São Paulo: Saraiva, 2002.

REAL State forms: misc. notices, addendums, rules & agreements. Disponível em: <www.nupplegal.com/misc-reforms.html>. Acesso em: 21 out. 2003.

REVISTA *Info Exame*, ano 18, n. 211, out. 2003.

RIBAS, Xavier. **Escrow**: origen del contrato, régimen del contrato, condiciones de la entrega, el **escrow** como prueba de la titularidad, obligaciones del depositario, obligaciones del depositante. Abril 1997. Disponível em: <<http://www-assig.fib.upc.es/~si/treballs-SI2001/e6784432/articles/Ribas.htm>>. Acesso em: 4 ago. 2003.

_____. Manual práctico sobre comercio electrónico en Internet. *Revista REDI*, n. 2, set. 1998.

_____. *Protección jurídica de los programas de ordenador*. Madrid: Institute for International Research España, 1995.

SANTOS, Manoel Joaquim Pereira dos. *Objeto e limites da proteção autoral de programas de computador*. 2003. Tese (Doutorado em Direito Civil) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

SILVER, Judith. How a software **escrow** agreement protects you and your business. *Internet Law Library*. Disponível em: <<http://www.internet-law-library.com/pdf/SoftwareEscrowArticle.pdf>>. Acesso em: 17 out. 2003.

SOUZA, Miriam de Almeida. *A política legislativa do consumidor no direito comparado*, Nova Alvorada Edições, 1996.

TELLES, Inocêncio Galvão. *Dos contratos em geral*. Lisboa: Coimbra Ed., 1962.

VALLARDI, Francesco. *Trattato di diritto commerciale*, v. I, Milão, 1934.