

U. PORTO

FEP FACULDADE DE ECONOMIA
UNIVERSIDADE DO PORTO

**A EFICIÊNCIA DA
LEGISLAÇÃO DE FALÊNCIAS EM
PORTUGAL**

UM ESTUDO COMPARATIVO

por

Emília Caetano Freire

Dissertação de Master in Finance

Orientada por:

Professor Doutor Miguel Augusto Gomes Sousa

2013

Nota Biográfica

Emília Freire nasceu a 4 de Março de 1989. É natural da Guarda, onde cresceu e concluiu o ensino secundário. Em 2011 licenciou-se em Gestão pela Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, com a média final de 14 valores. Posteriormente ingressou no *Master in Finance* na Faculdade de Economia do Porto, que frequenta atualmente, tendo terminado a parte curricular do mesmo em 2012, com média de 16 valores.

Agradecimentos

À Faculdade de Economia do Porto e à Faculdade de Economia de Coimbra, por todos os ensinamentos proporcionados ao longo destes cinco anos de formação,

Aos meus pais e irmão, pela presença em todos os momentos da minha vida e por todos os ensinamentos de uma vida,

Ao Professor Miguel, meu orientador, pela sua capacidade de motivação ao longo de todo o processo, por todo o interesse e prontidão de resposta demonstrada e por todas as preciosas opiniões e críticas tecidas,

Aos meus amigos, pelo companheirismo e força em momentos mais difíceis,

Ao João pelas palavras, apoio diário e transmissão de confiança e de força em todos os momentos,

O meu mais sincero obrigada!

Abstract

The insolvency code of any country is a very important instrument for the development of the business activity. Thereby, it is essential to understand the contribution of the codes in this development. During this dissertation, we will describe the insolvency codes of two cultural and economically diverse countries – Portugal and United States of America.

Following the academic literature review, we defined the key characteristics that we consider more appropriate to define the efficiency of each code. We were then able to describe their resemblances and dissimilarities and evaluate how efficient both codes are.

We conclude that, although there have been some convergence in some parameters the Portuguese insolvency code is less efficient than the North-American code.

Key words: Bankruptcy, Insolvency Codes, Insolvency Codes Efficiency

Sumário

Os códigos de insolvência são instrumentos bastante importantes para o desenvolvimento da atividade económica das empresas. Desta forma torna-se deveras importante perceber qual o contributo destes para esse mesmo desenvolvimento. O presente trabalho descreve dois códigos de insolvência de países bastante distintos, quer a nível cultural quer a nível económico, Portugal e Estados Unidos da América.

Após uma análise da bibliografia académica existente, optámos por definir determinadas características-chave que consideramos mais adequadas para definirem o nível de eficiência de cada um dos códigos. Desse modo, conseguimos estabelecer pontos de similitude e de afastamento entre os códigos, de modo a avaliar a sua eficiência.

Concluimos que, apesar da convergência, em alguns dos parâmetros entre a legislação dos dois países, o código de insolvência português é ainda menos eficiente do que o código norte-americano.

Palavras-chave: Falências, Código de Insolvência, eficiência dos Códigos de Insolvência.

Índice

1.	Introdução	1
2.	Revisão de literatura	3
2.1.	Definição de Insolvência/Falência	3
2.2.	Processo de rutura financeira	4
2.3.	Tomada de decisão e interesses associados	6
2.4.	Importância da lei.....	7
2.5.	A questão da eficiência dos códigos de insolvência	9
3.	Metodologia e Questões Fundamentais	13
3.1.	Metodologia	13
3.2.	Questões Fundamentais.....	14
4.	Os dois códigos de insolvência e suas diferenças.....	17
4.1.	Código de Insolvência Norte-Americano.....	17
4.2.	Código de Insolvência e da Recuperação de Empresas Português	20
4.3.	Diferenças entre o código norte-americano e o português.....	22
4.3.1.	Direitos de controlo.....	22
4.3.2.	Requerimento de solvência	26
4.3.3.	Suspensão automática dos direitos dos credores.....	28
4.3.4.	Restrições à liquidação ou reorganização	31
4.3.5.	Novo financiamento em situação de reorganização.....	33
4.3.6.	Preservação dos direitos residuais dos acionistas	35
4.3.7.	Custos diretos	38
4.3.8.	Benefícios privados dos <i>stakeholders</i> da empresa.....	41
4.3.9.	Resumo.....	43
5.	A eficiência dos códigos	45

6. Conclusões	49
7. Referências.....	51
Anexos	56

Índice de Ilustrações

Ilustração 1 - Diagrama do processo de rutura financeira	5
--	---

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Resumo das características dos Códigos de Insolvência.	44
--	----

Índice de Gráficos

Gráfico 1 - Número de entradas em processos pelo <i>Chapter 7, Chapter 11</i> e Total (2002-2012)	19
Gráfico 2 - Número de processos de insolvência findos, pendentes e entrados em tribunal (2005-2012)	22
Gráfico 3 - Taxas de recuperação dos credores expressas em cêntimos de dólar.	37

Lista de Abreviaturas

APR – Absolute Priority Rule

CIRE – Código de Insolvência e de Recuperação de Empresas

CPEREF – Código dos Processos Especiais de Recuperação da Empresa e de Falência

EUA – Estados Unidos da América

DIP – Debtor-in-possession

1. Introdução

A conjuntura atual caracteriza-se por uma elevada incerteza e fragilidade, afetando de forma automática o dia a dia das empresas, quer por imposições do próprio meio em que estas se inserem quer através das mudanças sucessivas na legislação. Estes e outros fatores têm dado origem a um maior número de falências das empresas portuguesas.

A lei das falências é claramente um dos instrumentos de maior relevância no que se refere à estimulação da atividade empresarial (Armour e Cumming, 2008), pelo que a correta compreensão e interpretação da mesma poderá ter impacto na atividade que estas venham a desenvolver.

A vasta literatura desenvolvida em torno deste tema mostra que no decorrer dos anos, a racionalidade que sustenta as leis de falências se tem vindo a alterar. O que inicialmente tinha como fim apoiar o negócio em questão, tem evoluído no sentido de proteger os abusos que se têm vindo a verificar (Bak, 2007).

Contudo, estas alterações manifestam-se de formas diferentes, mediante os próprios contextos em que se inserem. Assim percebe-se que sejam notórias as diferenças que se registam nas leis de insolvência de país para país, denotando-se, por exemplo a existência de desigualdades na importância dada aos credores, aos acionistas e aos gestores (Wang, 2006), sendo que a alocação do poder de controlo entre credores e devedores é bastante díspar (Franks *et al.*, 1996). Também de acordo com Broadie *et al.* (2007), a presença de códigos de insolvência com regras de prioridade e perdão da dívida potencial pode dar origem a conflitos de interesse entre devedores e credores. Apesar de em alguns casos os códigos promoverem o desenvolvimento de determinados conflitos, estes podem também ser um instrumento fundamental no auxílio da resolução de muitos problemas associados a empresas em falência como é o caso dos conflitos de agência referenciados por Jensen e Meckling (1976).

Desta forma, a dissertação focar-se-á na análise da legislação de insolvências portuguesa, por contraponto da legislação de insolvência norte-americana, com o intuito de perceber as suas similitudes e em que pontos estas se distanciam, no que se refere aos direitos, deveres e prioridades dos *stakeholders* da empresa, entre outras características.

A forma como são valorizados, ou não, os acionistas, credores assim como os outros *stakeholders* da empresa acaba por ter reflexo na forma como as empresas tomam as suas decisões de investimento e de financiamento, entre outras, no decorrer de todo o seu período de vida. Analisando determinados parâmetros presentes nos códigos irá ser possível inferir acerca da eficiência dos mesmos. Desta forma, a questão fundamental, que nos orientará no decorrer deste trabalho é:

Serão os códigos de insolvência, português e norte-americano, igualmente eficientes?

Numa altura em que a crise económico-financeira tem produzido efeitos nefastos no tecido empresarial português, conduzindo muitas empresas a uma situação insustentável, torna-se deveras importante perceber de que forma, a legislação portuguesa no que diz respeito às falências impõem limitações à atividade das empresas.

O trabalho está organizado da seguinte forma. Após esta Introdução apresentaremos a Revisão de Literatura contemplado as definições de insolvência, a descrição de todo o processo de falência, a importância da lei enquanto objeto fundamental na tomada de decisão e a abordagem feita ao nível da questão da eficiência dos códigos de alguns países. No terceiro capítulo apresentaremos a metodologia adotada enquanto no capítulo 4 far-se-á uma breve apresentação de ambos os códigos assim como a apresentação das principais diferenças entre ambos. No capítulo 5 responderemos às questões intermédias que serão imprescindíveis para perceber o impacto dos códigos de insolvência e concluiremos no capítulo 6.

2. Revisão de literatura

2.1. Definição de Insolvência/Falência

O conceito de falência de empresas é bastante peculiar, na medida em que, diversos são os termos que se utilizam neste âmbito. Assim torna-se importante fazer uma breve distinção desses termos, ainda que a confusão entre os mesmos possa ser de alguma forma permanente; sendo eles os termos rutura financeira ou insolvência e falência.

O termo, rutura financeira ou insolvência, cujo conceito anglo-saxónico é *financial distress*, é entendido como um estado em que a empresa apresenta *cash-flows* reduzidos que, não sendo suficientes, faz com que a empresa incorra em perdas (Purnanandam, 2008). De acordo com Brealey e Myers (2008) a situação de insolvência é alcançada quando se regista incumprimento para com os credores ou quando o cumprimento das suas obrigações é feito com grandes dificuldades. De acordo com os mesmos autores a situação de *financial distress* pode, por vezes, significar estar apenas numa situação de risco, sem que dessa situação advenham consequências mais gravosas. Sendo assim, percebe-se que a situação de insolvência ou de rutura financeira é alcançada quando a empresa apresenta um passivo superior ao seu ativo. É, no entanto, importante referir que este conceito se distingue claramente do conceito de falta de liquidez, uma vez que este último se relaciona com problemas de tesouraria, ou seja de curto prazo.

O termo falência, derivado da palavra inglesa *bankruptcy*¹, é apontado por Brealey e Myers (2008) como um mecanismo legal disponível aos credores quando a empresa entra em incumprimento. White (1989) defende que este deverá ser um mecanismo legal através do qual as empresas economicamente ineficientes, e cujos recursos podem ser melhor utilizados noutra qualquer atividade são, muitas vezes, eliminadas. Contudo, o mesmo autor refere ainda que as empresas que entram em falência podem nem sempre ser consideradas economicamente ineficientes.

¹ De acordo com o *Bankruptcy Code* dos Estados Unidos, *bankruptcy* é definido como “ *a legal procedure for dealing with debt problems of individuals and businesses*”.

Desta forma, podemos sumariamente afirmar que a questão da insolvência está diretamente relacionada com questões mais contabilísticas e financeiras enquanto que o termo falência consiste no procedimento legal em si mesmo.

Porém, o presente trabalho debruçar-se-á sobre aspetos específicos do caso português, pelo que se torna essencial, neste ponto, distinguir em termos jurídicos, à luz da lei portuguesa, também estes dois conceitos.

Também ao nível jurídico a conceção destas duas noções têm-se vindo a alterar com o passar do tempo. Inicialmente, e de acordo com aquilo que é definido no decreto-Lei n.º 132/93, de 23 de abril, a distinção entre falência e insolvência era feita da seguinte forma: entendia-se a situação de insolvência aquela em que a “empresa carece de meios próprios de crédito para cumprir as suas obrigações, sendo, no entanto, considerada economicamente viável”, acreditando-se assim na possibilidade de esta vir a vencer as suas dificuldades financeiras, por sua vez no entendimento do termo falência pressupunha-se um carácter de irreversibilidade à situação que se estava a enfrentar. Posteriormente, analisando o Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (CIRE), aprovado pelo decreto-Lei n.º 53/2004 de 18 de março, constata-se que o termo falência foi abandonado pelo legislador, definindo que “ [é] considerado em situação de insolvência o devedor que se encontre impossibilitado de cumprir as suas obrigações vencidas”.

2.2. Processo de rutura financeira

Apesar de todo o conhecimento geral acerca do processo de falência torna-se neste ponto necessário fazer alusão aos diferentes estágios do mesmo. O relatório da OECD (2012) elucida-nos, claramente, para a organização do processo de falência, tal como pode ser observado na Ilustração 1.

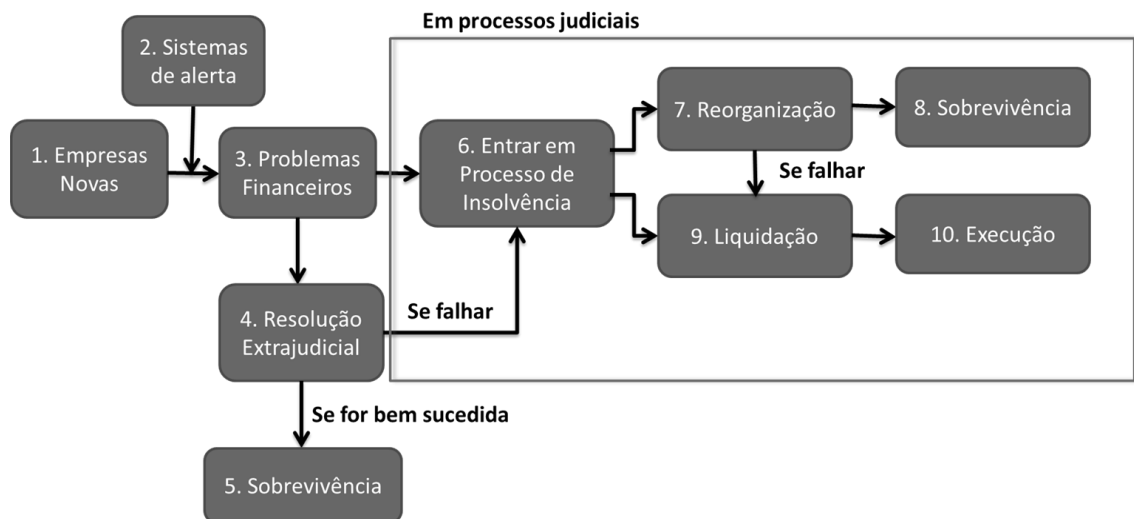


Ilustração 1 - Diagrama do processo de rutura financeira
 Fonte: Elaboração do próprio autor, com base em OECD (2012)

Constata-se assim que, após a entrada de uma empresa em dificuldades financeiras, esta tem logo à partida duas opções viáveis para a resolução dessas mesmas dificuldades. A primeira opção passa pela tentativa de resolução extrajudicial que segundo o mesmo relatório acaba por ser uma alternativa mais económica e menos onerosa, sob pena de que tenha que haver unanimidade entre os credores e todos terem intenção de assegurar a continuidade da empresa. Se esta alternativa for alcançada com sucesso então a sobrevivência da empresa estará assegurada, caso contrário terá que entrar em processo de insolvência. Nesta altura a empresa tem novamente duas opções, uma passa pela elaboração de um processo de reorganização que poderá, ou não, conduzir à sobrevivência da empresa, caso contrário poderá optar pela sua liquidação. Particularizando ao caso dos Estados Unidos, o credor e o devedor têm então opção de entrar no *Chapter 7 (Liquidation)* ou no *Chapter 11 (Reorganization)*, como refere Broadie *et al.* (2007). Estas opções estão presentes em muitos dos códigos de insolvência que são postos em prática também na Europa, no entanto, não é uma situação que se alarga a todos os países.

2.3. Tomada de decisão e interesses associados

A ideia da inviabilidade económica da empresa, tendo em conta a racionalidade económica, é a principal motivação para a liquidação da mesma. Desta forma, seguindo esta linha de raciocínio, uma empresa apenas deverá ser liquidada quando seja economicamente inviável e, tal como White (1989) refere, cujos seus recursos possam ser melhor utilizados noutra qualquer atividade. Assim, a questão da tomada de decisão de entrada em falência acaba por ser determinante.

White (1989) e Bulow e Shoven (1978) foram dos principais autores que estudaram a temática da tomada de decisão em si mesma. Os referidos autores estão de acordo no que diz respeito à existência de diferentes intervenientes que concorrem diretamente para a tomada de decisão e que muitas são as considerações que estes têm em conta aquando dessa ação. Bulow e Shoven (1978) afirmam que o agente responsável pela tomada de decisão não deve ter em conta apenas o valor líquido das empresas e os custos de falência em que irá incorrer, apesar de estes serem critérios bastante importantes, mas também a estrutura de maturidade e de prioridade da dívida e a apropriação da mesma. Os mesmos autores consideram ainda que os fatores anteriormente referidos têm impacto direto na forma como é efetuada a divisão de lucros da empresa entre os acionistas e os credores da empresa. Easterbrook (1990) no seu trabalho refere que a falência tem duas funções que lhe estão subjacentes, sendo elas: penalizar pelo fracasso conseguido pela imposição de um fim para a empresa que não consegue pagar as suas dívidas e reduzir os custos sociais dessa mesma falha. Ainda, de acordo com o mesmo autor, todo o processo legal vai penalizar os gestores e todos os outros responsáveis pelo fracasso, e procurará pagar os créditos sobre os ativos remanescentes, pelo que se percebe as implicações que esta tomada de decisão terá para os todos os intervenientes.

Tal como referimos aquando da explanação do processo de rutura financeira das empresas, existem duas opções após a declaração de insolvência, sendo elas a liquidação ou a reorganização. White (1989) refere que a escolha de um destes dois processos vai influenciar a prioridade atribuída a cada um dos *stakeholders* da empresa (considerando neste caso apenas acionistas e credores). Para o autor, em caso de liquidação a prioridade é dada (após os pagamentos de todos os honorários subjacentes

a todo o processo) aos credores, tendo em consideração ainda as garantias detidas por cada um deles e, só por fim, surgem satisfeitos os interesses dos acionistas. No caso de reorganização da empresa os interesses dos acionistas são resguardados em prejuízo dos interesses dos credores. Desta forma, percebe-se que existe um enviesamento no processo de tomada de decisão, pois os credores optariam pela liquidação da empresa enquanto que os acionistas/gestores prefeririam proceder à reorganização da mesma, encontrando-nos assim perante uma situação em que se podem verificar grandes conflitos de interesse.

White (1989) considera então que os gestores tendem a optar pela reorganização uma vez que nessa situação a gestão acaba por ser mantida em funções durante e após o processo, enquanto que, em caso de liquidação os seus lugares são postos em causa, sendo eliminados. Também Berkovitch e Israel (1999) consideram a possibilidade de ineficiência nesta tomada de decisão, uma vez que refere que existem situações em que a empresa é mantida em funcionamento quando esta deveria ser liquidada, como resultado da possibilidade de o gestor conseguir manter os seus *cash-flows* e benefícios privados, fato que não ocorre se a liquidação se concretizar, pois o credor terá prioridade sobre os rendimentos gerados pela empresa.

A questão da opção entre a liquidação ou a reorganização de uma empresa, é um assunto bastante controverso no seio de uma empresa, uma vez que todos os *stakeholders* têm muito em jogo e nenhum quer ficar a perder. Não falamos apenas, de credores e acionistas pois todos os grupos de interesses existentes na empresa acabam por sofrer consequências dessa mesma tomada de decisão.

2.4. Importância da lei

De acordo com o Relatório da OECD (2012), tanto a Lei como a Teoria Financeira declaram que os sistemas legais influenciam o desenvolvimento financeiro e o crescimento económico das empresas, influência esta conseguida pela proteção dos investidores. Assim a lei das falências surge para alguns autores, nomeadamente para Armour e Cumming (2008), como um dos instrumentos de maior relevância para a estimulação da atividade empresarial. A compreensão e interpretação da lei das

falências afigura-se então como um assunto bastante pertinente uma vez que produz impacto na atividade desenvolvida pelas empresas.

Vários estudaram o impacto do código de insolvência em decisões importantes da vida das empresas, como é o caso de Berkovitch *et al.* (1997), Berkowitz e White (2004), Armour e Cumming (2008), Tarantino (2013), Pindado *et al.* (2008), entre outros.

Salientando a importância dos códigos de insolvência é necessário reter que estes são estabelecidos com o intuito de facilitar a resolução de alguns problemas que se instalam no seio de empresas que se encontram em situações financeiras críticas. Entre estes problemas Broadie *et al.* (2007) destacam: i) a assimetria de informação, referida por Mooradian (1994) ii) os conflitos de agência (Jensen e Meckling (1976); Mooradian (1994) e Bigus (2002)), iii) os problemas afetos à coordenação entre credores (Longhofer e Peters (2004), relacionados com as diferentes maturidades da dívida assim com a prioridade dos credores sobre as mesmas. A não resolução, ou a não mediação, deste tipo de problemas traz consequências, nomeadamente no que se refere ao *timing* ideal da tomada de decisão.

Referindo-nos particularmente à questão da assimetria da informação, Povel (1999), Baird (1991) e Berkovitch e Israel (1999) descobriram, através dos seus estudos, que a decisão de entrada em falência não é apenas decidido exogenamente, para estes o momento da revelação de más notícias por parte do gestor e a intensidade destas tem um impacto muito significativo, pelo que a transparência (transferência de informação) tem a capacidade de melhorar o momento da decisão de entrar em processo de falência. Também Franks *et al.* (1996) chegaram à conclusão de que o código de insolvência deve incentivar a produção e transmissão de informação, pelo que, quanto mais completa for a informação disponível para o mercado mais eficiente será a decisão a tomar. Povel (1999) refere ainda que se a ocorrência de uma falência tiver consequências muito pesadas, o devedor terá cada vez mais necessidade de manter a informação indesejada oculta dos credores, não permitindo assim que estes tomem decisões eficientes. Posto isto a lei de insolvências assume um papel crucial no que se refere à competência para produzir informação de forma atempada.

No que à questão dos conflitos de interesse e à prioridade dos credores sobre as suas dívidas diz respeito, muitos foram os autores que se pronunciaram sobre esse facto.

Por exemplo, Bulow e Shoven (1978), Gertner e Scharfstein (1991) e Mooradian (1994) argumentaram que os devedores em caso de dificuldades financeiras têm incentivos à reorganização da empresa. Também Bebchuk (2002), Franks *et al.* (1996) e Weiss (1990) consideram esta questão dos conflitos de interesses entre devedores e credores como primordial. Outros autores referiram a existência de outros conflitos para além dos que se estabelecem entre gestores/acionistas. Por exemplo Bigus (2002) refere a existência de conflitos entre as diferentes classes de credores, uma vez que alguns são detentores de garantias. Também Longhofer e Peters (2004), Bebchuk (2002), Franks e Torous (1989) e Weiss (1990) referem a questão do cumprimento relativamente à regra da prioridade absoluta.

Todas estas relações têm necessidade de serem mediadas, através dos códigos de insolvência, uma vez que podem conduzir a que todo o processo da insolvência se desenrole de uma forma menos eficiente.

2.5. A questão da eficiência dos códigos de insolvência

A disparidade que se faz sentir ao nível dos códigos de insolvência tem por base a dicotomia identificada por Berkovitch e Israel (1999) e Ravid e Sundgren (1998), da existência de dois tipos de códigos. Os códigos de insolvência podem então ser distinguidos como orientados para o credor, em que é redobrada a proteção para o lado dos credores ao qual Ravid e Sundgren (1998) apelida também de *liquidation-oriented (creditor-oriented)*, que, como a designação indica, incentiva mais facilmente à liquidação da empresa mesmo que a opção mais correta passe pela reorganização. Por sua vez, o outro tipo é o código orientado para o devedor (*debtor-oriented*) incentivando à reorganização da empresa e no qual os devedores assumem o controlo da mesma em situação de dificuldades financeiras.

Depreende-se então que existem bastantes desigualdades entre legislações de insolvências. Quando um legislador opta por fazer uma lei tem que ter, obrigatoriamente, em conta a questão do sistema económico em que se insere, uma vez que não são todos iguais. Cada sistema tem as suas particularidades e daí a sua diferenciação.

Berkovitch e Israel (1999) foram uns dos autores que consideraram a questão de uma lei de insolvência ótima, dando mais destaque à questão da eficiência das leis. Para estes autores, existe uma relação que está presente em qualquer dos sistemas económicos, é a relação entre a necessidade de fundos, por parte do gestor, e o poder dos credores que detêm esses fundos para investir. Para Berkovitch e Israel (1999) existência de dívida é assim, um dos principais fatores que levam à presença de ineficiências no processo de insolvência.

Desta forma, este e outros autores, acabaram por debruçar a sua atenção em aspetos bastante específicos referido nos códigos, como forma de avaliar essa (in)eficiência.

Por forma a avaliar a (in)eficiência dos códigos de insolvência, de uma forma geral, os autores procuraram focar-se em aspetos como: i) os custos associados a este processo (Franks e Torous (1994); Kaiser (1996)); ii) a facilidade de obtenção de financiamento (Davydenko e Franks (2008); iii) a violação, ou não, da prioridade dos credores e iv) os conflitos de interesses, como são os que se estabelecem entre credores e acionistas, assim como os que se desenvolvem entre as diferentes classes de credores, v) a suspensão automática de direitos; vi) a assunção o controlo em situações mais críticas.

Não podemos no entanto deixar de referir que, de acordo com Ravid e Sundgren (1998) a probabilidade de liquidação de uma empresa, não depende apenas das questões implícitas nos códigos de insolvência, deve ser tidas igualmente em conta as características das próprias empresas.

Tal como já referimos as necessidades de cada envolvente económica subentendem a necessidade da elaboração de códigos e insolvência diferentes. No entanto, apesar dessas diferenças existem outras linhas em que estes se aproximam. A verificação desta realidade acabou por despertar o interesse de alguns autores, poucos ainda, no sentido de procederem à comparação dos códigos de insolvência entre países. De entre estes autores destacam-se: Franks *et al.* (1996) proporcionando uma discussão interessante relativamente aos incentivos presentes nos códigos norte-americano, inglês e alemão, Kaiser (1996) que debruçou o seu estudo acerca de alguns códigos europeus como os francês, o alemão e o inglês, assim como o norte-americano, Ravid e Sundgren (1998) que comparam o código finlandês com o código norte-americano e mais

recentemente Davydenko e Franks (2008) estudando os códigos a francês, alemão e inglês por comparação, também, do código norte-americano.

Para concluir este ponto do trabalho é importante referir algumas das principais conclusões apresentadas por estes últimos autores referidos, uma vez que acabam por ser trabalhos muito próximos daquilo que nos propomos a desenvolver.

Kaiser (1996) referindo-se à relação credores-devedores no seu estudo, afirma que esta relação, a par da estrutura de propriedade e de capital da empresa, são os aspetos dos códigos de insolvência que maior impacto apresentam. Para este autor os direitos dos credores devem ser dominadores naquilo que é a conceção das leis que regulam a insolvência das empresas.

Franks *et al.* (1996) avaliando a eficiência dos códigos em estudo concluíram que, na sua ótica, o processo nos EUA acaba por se tornar mais lento e mais caro, incentivando uma negociação muito complexa por permitir alterações na prioridade dos créditos. Contrapondo-se assim ao código inglês, sendo este mais célere e apresentando uma maior adesão ao contrato de dívida, uma vez que são os credores que assume o controlo da empresa.

Ravid e Sundgren (1998) referem no seu trabalho os fatores que afetam a liquidação das empresas nos EUA e na Finlândia, no entanto, para além disso constataram que parece haver uma maior propensão para a liquidação no contexto finlandês. Para estes autores, a relação entre credor e devedor é também das que apresenta maior destaque considerando que, no caso norte-americano, os pagamentos aos credores em caso de reorganizações são maiores que os verificados na Finlândia. Também a questão dos custos de liquidar ou manter a empresa tendem a ser superiores na Finlândia em relação aos registados nos EUA.

Davydenko e Franks (2008) apresentaram conclusões no que diz respeito à relação entre instituições financeiras e as empresas, afirmando que esta relação é muito influenciada pela forma como o código dos países se encontra estruturado; dando como exemplo a questão das garantias exigidas pelos bancos franceses serem inferiores, o que apesar disso se traduz se reflete numa taxa de recuperação desses créditos inferiores às apresentadas por países como o Reino Unido e Alemanha.

Após a realização da revisão de literatura, na qual abordamos os estudos em que a legislação de insolvências adquiria uma maior importância, percebemos que muitas foram as formas como este assunto foi abordado, nomeadamente em diferentes países. Contudo, nenhum dos estudos encontrados abordava o contexto português.

Desta forma, o trabalho que nos propomos fazer é, à semelhança do que foi executado por os últimos autores referidos, avaliar a eficiência do código de insolvência português por comparação do código norte-americano, numa abordagem teórica.

3. Metodologia e Questões Fundamentais

3.1. Metodologia

Este trabalho irá seguir essencialmente a metodologia adotada por Franks *et al.* (1996) sem deixar de beneficiar do contributo de toda a literatura anteriormente referida, nomeadamente da metodologia adotada por Kaiser (1996), Ravid e Sundgren (1998) e Davydenko e Franks (2008).

Em todos os trabalhos referidos a metodologia adotada acaba por ser a comparação dos códigos dos diferentes países, tendo em consideração apenas determinados aspetos, por forma a inferir acerca da eficiência destes e do quanto importante estes podem ser para a tomada de determinadas decisões no seio de uma empresa.

Na linha da dos trabalhos anteriores, o presente estudo irá avaliar a eficiência do código de insolvência português por contraponto do código norte-americano ao nível de:

- Direitos de controlo;
- Requerimentos de insolvência;
- Suspensão automática dos direitos dos credores;
- Restrições à liquidação ou reorganização;
- Novo financiamento em situação de reorganização;
- Preservação dos direitos residuais dos acionistas;
- Custos diretos;
- Benefícios privados dos *stakeholders* da empresa.

Devido à escassez de dados esta avaliação é necessariamente feita de uma forma qualitativa.

3.2. Questões Fundamentais

Quando falamos de eficiência ao nível de um código de insolvência falamos naturalmente de uma flexibilidade que permita aos seus utilizadores uma maior facilidade tanto na interpretação do código como na aplicação direta do mesmo.

Assim, de forma simplista e tendo em conta uma vertente mais prática da aplicação de um código de insolvência existem três aspetos sobre os quais recai a atenção quando nos questionamos acerca da eficiência de um código, sendo eles: i) a capacidade que o código tem de produzir e fazer circular informação entre os *stakeholders*, pois só assim será possível que os intervenientes estejam igualmente posicionados quando procuram tomar decisões, alcançando-as de forma mais assertiva; ii) a duração de todo o processo, quanto menos burocratizado e mais transparente este for menor será o período de tempo durante o qual todo este processo se irá arrastar, facto que terá impacto também ao nível dos custos; iii) a responsabilidade que é dada quer ao administrador da empresa quer aos credores, considerando a forma como eles assumem a suas responsabilidades.

Considerando estes factos, torna-se mais claro estabelecer linhas orientadoras na análise de um código de insolvência. Assim sendo, tal como referimos optámos por utilizar a metodologia adotada por Franks *et al.* (1996), na execução deste estudo, definindo três questões fundamentais, que nos irão permitir responder à questão primordial do nosso trabalho.

Será que o código preserva as empresas mais promissoras, procedendo à liquidação das que não são rentáveis?

Apesar das dificuldades financeiras que possam estar a sentir, existem empresas que apresentam ainda a possibilidade de se tornarem empresas economicamente viáveis. Manter artificialmente empresas inviáveis em atividade não cria qualquer riqueza para o país, antes pelo contrário, este tipo de empresas, mantidas na sombra têm a capacidade de distorcer o mercado e ainda de afetar a concorrência. Contudo liquidar aquelas que ainda têm algo a oferecer acaba por se tornar uma atitude igualmente irracional. Desta forma, parte dos legisladores, estabelecerem no código de insolvência premissas que contornem este facto.

O código será tanto mais eficiente quanto maior capacidade tiver de liquidar as empresas que efetivamente prejudicam a economia mas que, por outro lado, tenha capacidade de incentivar a recuperação das empresas que tenham mais valor quando se assegura a sua operacionalidade.

Exige-se assim que um código de insolvência eficiente seja dotado de mecanismos responsáveis pela recuperação de uma empresa, por forma a otimizar todo o processo.

Será que o código permite que a empresa seja liquidada ou reorganizada ao mínimo custo possível?

Seja qual for a solução adotada, é essencial que se procure alcançar uma solução com reduzidos custos para a empresa, tanto mais que uma empresa que se encontra num processo de insolvência carece, regra geral, de recursos financeiros. Assim, é crucial que se procure operacionalizar uma solução em que o resultado seja atingido ao menor custo possível. É de considerar que tanto nos referimos a custos diretos como são os administrativos e legais, mas também a custos indiretos, aos quais estão associados os custos de oportunidade. Nesta categoria podem-se incluir todos os custos subjacentes a oportunidades que acabam por não se aproveitar devido à ocorrência dos conflitos que muitas vezes se estabelecem entre acionistas e credores, assim como os custos subjacentes ao financiamento destas empresas.

A este nível é necessário que o código torne o processo o menos burocrático possível pois todos esses custos contribuem para o custo total do processo. Também para que os custos sejam realmente o mais baixo possível pretende-se que a duração do processo terá que ser a mais reduzida possível, assim como o financiamento por novos investidores terá que ser, de alguma forma, reconhecido como prioritário em caso de reorganização, por forma a que os custos de financiamento sejam também diminutos.

Será que o código permite que se façam inovações nos contratos por forma a melhorar todo o processo de insolvência?

O terceiro e último critério está relacionado com o facto de o código de insolvência ter capacidade para facilitar a celebração de determinados contratos com vista a tornar todo o processo financeiramente menos custoso para as empresas. Em

casos em que os custos e as consequências de todo o processo são bastante notórias as empresas tendem a optar por resolver os seus problemas em processos que se desenrolem extrajudicialmente.

Desta forma, o código de insolvência acabará por ser tanto mais eficiente quanto menos incentivar o recursos aos processos que se desenrolam fora dos tribunais, mas que ao mesmo tempo consiga uma economia de recursos semelhante à desses mesmos processos.

Importa referir, no entanto, que as ineficiências dos processos de insolvência e de recuperação das empresas não devem apenas ser atribuídas à lei em si mesma. Existem outros fatores, de como são exemplo o fator cultural, especificando para o caso português, o facto de ainda não se entender a falência como uma resolução para o insucesso empresarial e a falta de preparação de alguns dos intervenientes no processo de insolvência, como os administradores de insolvência e alguns dos juízes. Contudo, a análise desses não se enquadram no âmbito desta dissertação.

4. Os dois códigos de insolvência e suas diferenças

4.1. Código de Insolvência Norte-Americano

O código norte-americano caracteriza-se pelo facto de apresentar dois capítulos de todo importantes para o prosseguimento do trabalho, pelo que serão os capítulos segundo os quais se irá debruçar a análise. Os capítulos em causa são então o capítulo 7 (*Chapter 7*) e o capítulo 11 (*Chapter 11*), do código de insolvência norte-americano.

O *Chapter 7* caracteriza-se por ser o capítulo que regula em caso de liquidação da empresa. De acordo com este capítulo o primeiro passo da resolução da insolvência via liquidação passa pela nomeação de um administrador da insolvência, pelo tribunal, sendo dada a possibilidade aos credores de elegerem uma pessoa em determinadas condições bastante específicas. No caso de essas condições não serem cumpridas, o administrador de insolvência nomeado pelo tribunal acaba por se tornar um administrador permanente², conhecido por *trustee*, no âmbito da legislação norte-americana. No decorrer deste processo percebe-se que o objetivo final passará por encerrar a empresa antes da sua venda e do leilão dos seus ativos.

O *Chapter 11* é o capítulo que oferece mecanismos que possibilitam a manutenção/continuidade de uma empresa que se encontra em dificuldades financeiras. De acordo com este capítulo, e ao contrário do que é referido relativamente ao anterior, a empresa é mantida em funcionamento enquanto se procura desenhar um plano de reorganização, plano esse em que a colaboração dos credores se torna essencial. Durante este processo, é o devedor quem assume os principais direitos sobre a empresa, permanecendo no comando da mesma.

Posto isto, podemos afirmar que o código de insolvência norte-americano se encontra munido de dois capítulos bastante díspares no que se refere à assunção de controlo da situação. Enquanto que no primeiro caso, são os credores quem assume uma posição mais decisória em todo processo, em caso da reorganização é o devedor quem assume essa posição. Desta forma, este é um dos principais pontos, entre outros, que

² De acordo com o código de insolvência americano entende-se por *interim trustee* o administrador nomeado pelo tribunal, sendo *trustee* aquele que se mantém de forma permanente no processo.

iremos referenciar no decorrer do presente trabalho e que conduzem à constatação de este ser um código bastante orientado para o devedor³.

Neste contexto são os *shareholders* que ficam responsáveis por propor um plano de reorganização, na tentativa de assegurar a continuidade da empresa e a manutenção da sua riqueza.

Apesar desta possibilidade de reorganização estar contemplada no código norte-americano, existem outras formas que permitem o alcance desta solução. Estudos mostram que as empresas apenas enveredam pelo caminho judicial após uma tentativa informal de reorganização da empresa, isto é, uma tentativa que se processa fora dos tribunais⁴ (Gilson *et al.*, 1990). Estes processos extrajudiciais acabam por se tornar mais vantajosos para os intervenientes uma vez que acabam por ser processos de negociação que envolvem custos bastante mais reduzidos quando comparados aos exigidos pelo *Chapter 11*.

Outro tipo de resolução de problemas de solvência passa por um método a que os americanos apelidam de “*pre-packaged bankruptcy petition*”. Trata-se de um procedimento em que o plano de reorganização é desenhado fora dos tribunais entrando, *à posteriori*, a empresa no *Chapter 11*, sendo o plano de reorganização submetido a aprovação quer pelo juízes quer pelos credores; acabando por ser uma conjugação dos dois processos.

É necessário ressaltar que a entrada neste processo acaba por ser uma oportunidade para a empresa conseguir superar, de forma sustentada, as dificuldades que vem apresentando. Contudo, a opção pela liquidação da empresa acaba por estar sempre presente ao longo de todo o processo.

O Gráfico 1 permite-nos perceber qual a tendência que é seguida no âmbito das soluções apresentadas no código de insolvência dos Estados Unidos da América⁵.

³ O termo anglo-saxónico usado é *debtor-oriented*.

⁴ O termo anglo-saxónico utilizado para definir os processos realizados fora do âmbito dos tribunais é *workout*.

⁵ Na contabilização destes dados apenas tivemos em consideração os dados que dizem respeito as empresas, não considerando os números que ilustram as falências pessoais.

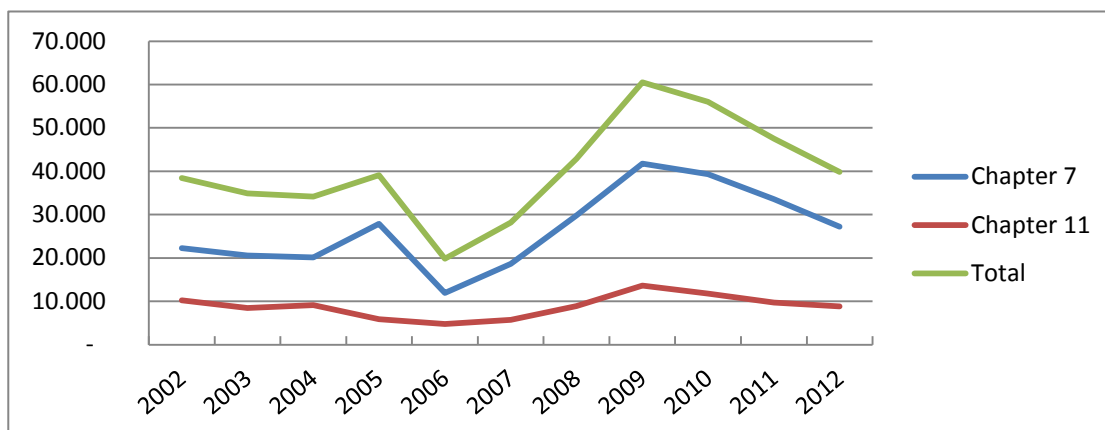


Gráfico 1 - Número de entradas em processos pelo Chapter 7, Chapter 11 e Total (2002-2012)
 Fonte: Elaboração do próprio autor, com base nos dados consultados em <http://www.uscourts.gov>

Tem-se por observação dos dados que a maioria das falências é resolvida através da liquidação (*Chapter 7*). Tendo em conta estes números, é possível inferir que, em muitos dos casos as empresas poderão não ser dotadas das condições necessárias para manter a empresa em continuidade uma vez que, a tendência dos administradores das empresas será a de manter a empresa em funcionamento, ainda que com algumas dificuldades, como forma de prosseguir a obtenção os seus benefícios e não perder o seu posto de trabalho.

Por sua vez, comparando os números totais relativos às insolvências, importa salientar o facto de o ano de 2009 ter sido o ano em que se verificou o maior número de insolvências nos Estados Unidos da América sendo que a justificação para este facto poderá estar no facto de a crise que se iniciou em 2007 ter produzido efeitos que apenas no médio/longo prazo se manifestaram. Temos como exemplo o caso do Lehman Brothers, uma grande instituição bancária norte-americana que acabou por falir em 2008 entre outras razões pelos efeitos da crise no mercado de crédito imobiliário (crise *subprime*). Ainda assim, verifica-se pelos dados mais recentes, que a tendência tem sido a da redução do número de insolvências.

4.2. Código de Insolvência e da Recuperação de Empresas Português

O código de insolvência português sofreu recentemente alterações ao nível da sua estrutura, sendo que só recentemente, em 2004, passou a ser apelidado de Código de Insolvência e da Recuperação de Empresas (CIRE). Até então a importância dada à questão da recuperação das empresas em situação de dificuldade financeira não era tão notória, num contexto português, apesar de anteriormente o Código dos Processos Especiais de Recuperação da Empresa e de Falência (CPEREF) já ter em consideração esse aspeto.

As empresas em dificuldades eram entendidas como fator de desequilíbrio do mercado pelo que, aquilo que era considerado como ideal, até então, seria o abatimento das mesmas, como forma de resolução desses mesmos desequilíbrios. Contudo, a partir de 2004, com o decreto-Lei n.º 53/2004 de 18 de março, o código passou, um pouco à semelhança daquilo que é providenciado pelo código norte-americano, a apresentar duas alternativas de resolução a uma situação de dificuldades financeiras. Para além da liquidação da empresa, já observada na lei, estava agora contemplada de forma mais explícita a possibilidade de recuperação da empresa. Sendo que, com as alterações da Lei n.º 16/2012, de 20 de abril, esta apetência pela recuperação das empresas encontra-se ainda mais demarcada.

No caso português é aos credores que pertence a decisão de liquidar ou recuperar a empresa.

Em casos de reorganização é o administrador da insolvência quem planeia o processo de recuperação da empresa. Contudo, em muitos dos casos, estes não dispõem de informação e conhecimentos suficientes sobre a empresa para que este processo seja delineado de uma forma viável. O facto de os administradores de insolvência se encontrarem um pouco à parte daquilo que é o funcionamento da empresa e de não conhecerem de forma tão envolvente o mercado em que esta se insere pode acabar por ser uma dificuldade acrescida para o sucesso deste tipo de processos.

Ao contrário do que se verifica nos EUA, a resolução deste tipo de situações extrajudicialmente não é uma prática muito habitual no caso português, muito embora importa ressaltar que têm sido desenvolvidos esforços no sentido de ser facilitada a

negociação extrajudicial⁶. O Procedimento Extrajudicial de Conciliação (PEC), aplicável a pequenas e médias empresas, que acabam por constituir grande parte do tecido empresarial português (informação quantitativa presente no [Anexo I](#)), tem como objetivo conseguir um acordo entre a empresa e os seus credores com o intuito de ser possível a recuperação. Com a mediação de profissionais do IAPMEI é necessário apresentar um requerimento assistido de um plano de negócios para os cinco anos subsequentes. Este procedimento poderá ser iniciado quer por devedores quer por credores da empresa.

Neste contexto, é importante ainda salientar a criação, por parte do Governo português, do Processo Especial de Revitalização (PER) que acaba por atenuar os procedimentos administrativos e algumas condicionantes com que as empresas, em dificuldades económicas, tendem a apresentar. O objetivo deste novo procedimento passaria por tornar o processo mais veloz e, uma vez que apesar de ser consagrado dentro do tribunal, permitir algum distanciamento relativamente a este, em determinados momentos. De facto, a nova Lei nº 16/2012, de 20 de abril veio alterar o CIRE (17º-A e seguintes), ajustando assim o novo código às dificuldades económicas acentuadas que se fazem sentir na economia portuguesa.

Com esta nova legislação a liquidação e a recuperação da empresa apresentam-se como duas opções igualmente importantes para a resolução de casos de empresas que apresentem insolvência. A opção por cada uma delas vai estar sempre do lado dos credores, pois serão eles quem definirão o último passo dado pela empresa. Este poder dado aos credores, pelo código português pode conduzir, no entanto, a situações em que as empresas liquidadas são consideradas economicamente eficientes, aspeto que iremos abordar no decorrer do trabalho.

O Gráfico 2 ilustra a tendência que se tem verificado ao nível dos processos de insolvência, nomeadamente após a adoção do CIRE. De ressaltar no entanto o facto de, nos números apresentados incluírem quer processos de insolvência que resultam na

⁶ Como se pode ler na Resolução do Conselho de Ministros nº 43/2011 de 25 de outubro de 2011, publicado em Diário da República, nº 205, Série I – “Princípios Orientadores da Recuperação Extrajudicial de Devedores - Uma negociação extrajudicial bem-sucedida tem, assim, como resultado final um plano de reestruturação da dívida acordado entre devedor e credores, assente na redefinição dos prazos de pagamento ou até no perdão de parte da dívida, e que permite ao devedor manter-se em atividade sem interrupções. Quando comparado com o processo judicial de insolvência, é genericamente reconhecido, a nível internacional, que o procedimento extrajudicial permite reestruturações mais vantajosas para todos os envolvidos, em atenção à flexibilidade e eficiência dos seus procedimentos.”

liquidação da empresa, quer processos que tenham resultado na recuperação da empresa, não nos permitindo fazer essa distinção.

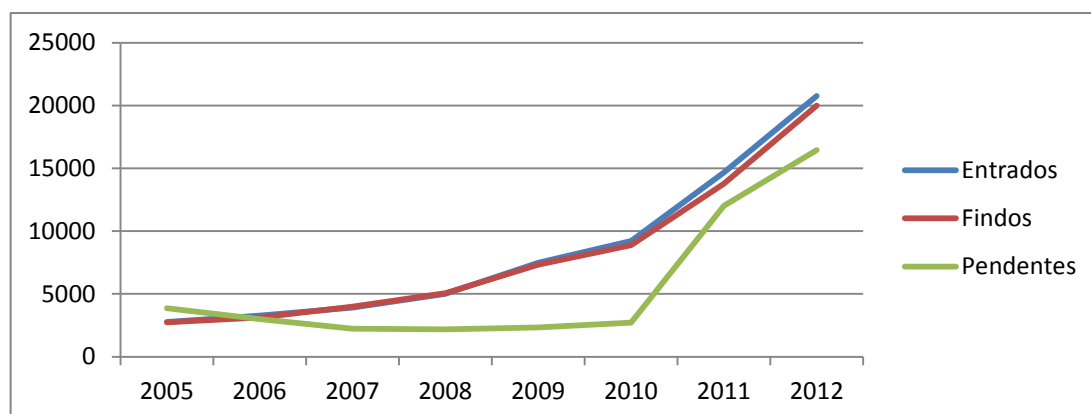


Gráfico 2 - Número de processos de insolvência findos, pendentes e entrados em tribunal (2005-2012)
Fonte: Elaboração do próprio autor, com base nos dados consultados em Boletins de Informação Estatística Trimestral - Estatísticas trimestrais sobre processos de falência, insolvência e recuperação de empresas (2005-2012).

Como se percebe pelo traçado do gráfico o número que processos findos nestes últimos anos tem vindo a aumentar consideravelmente, enquanto o número de processos pendentes apresenta uma tendência de descida acentuada nos anos imediatamente subsequentes à entrada do novo código em vigor (2004), contudo ainda assim, nos anos mais recentes tem-se verificado uma tendência para um aumento abrupto destes casos.

É verdade que o número que insolvências tem vindo a aumentar nos últimos anos, em Portugal, contudo, este aumento significativo do processos pendentes, neste ponto do trabalho alerta-nos, desde já, para a questão da eficiência do código português.

4.3. Diferenças entre o código norte-americano e o português

4.3.1. Direitos de controlo

A questão dos direitos de controlo da empresa em caso de falência da empresa é um fator muito importante na tomada de decisão dos intervenientes mais diretos deste processo.

Quem assume o controlo da empresa quando esta ingressa no processo de insolvência propriamente dito é uma questão que se traduz num impacto tremendo pela opção de liquidação ou tentativa de reorganização da empresa. Desta forma, este é claramente um ponto em que a forma como a legislação está conseguida pode influenciar as opções dos *stakeholders* que têm aparentemente mais responsabilidades.

No que se refere ao caso particular dos Estados Unidos da América podemos distinguir dois cenários, mediante o capítulo do código, em que o processo se insere. No caso de o processo de insolvência estar inserido no *Chapter 7*, na maior parte dos casos, é nomeado um administrador da insolvência⁷ que irá ser responsável pela liquidação de alguns ativos, propriedade do devedor. O objetivo passa por maximizar o retorno para os credores que não detêm garantias, isto é, maximizar os rendimentos da liquidação desses mesmos ativos por forma a regularizar, tanto quanto possível as dívidas que a empresa apresenta.⁸

Por sua vez, este código oferece também a possibilidade de recorrer ao *Chapter 11*, capítulo que regula a reorganização de uma empresa em caso de insolvência. Neste caso em particular, os direitos de controlo são atribuídos ao devedor. É o devedor quem se mantém no controlo da empresa durante o processo, pelo que é este quem detém o poder quer sobre os ativos da empresa quer sobre todas as operações que a empresa venha a desenvolver, sendo esta situação apelidada pelos americanos de *debtor-in-possession* (DIP). O devedor assume, assim, os poderes normalmente dados a um administrador de insolvência.

Em caso de reorganização, o devedor acaba por ter, um maior conhecimento sobre a insolvência em si mesma, justificado pelo facto de conhecer mais de perto a realidade que conduziu a empresa à situação em que se encontra. O conhecimento do devedor a nível operacional, das áreas de negócio, da indústria, da posição da empresa no mercado acaba por ser uma mais-valia e acaba por ser um fator que poderá impulsionar o sucesso do plano de reorganização traçado, uma vez que não será necessário escrutinar todo o negócio e transações financeiras da empresa.

A dualidade que se estabelece entre uma situação de liquidação ou de reorganização da empresa, leva-nos a perceber que os conflitos entre credores e

⁷ No código de insolvência americano é utilizado o termo anglo-saxónico *Trustee*.

⁸ Para maior detalhe consultar 11 U.S.C. §701 e 11 U.S.C. §704, do código de insolvência americano.

acionistas se podem acentuar, nomeadamente no que se refere ao processo de reorganização da empresa. Importa no entanto mencionar que tal como se verifica ao nível do *Chapter 7*, também ao nível do *Chapter 11*, a supervisão por parte do tribunal é intensiva⁹. Assim, o tribunal estabelece, em alguns casos, limites ao aumento do financiamento, à venda de ativos e em algumas situações é fixada a quantia máxima dos salários dos gestores. Todas estas restrições acabam por ser medidas de controlo da atuação dos responsáveis para que todo o processo de recuperação da empresa não seja posto em causa.

O caso português é dotado de algumas particularidades a este nível, comparativamente às soluções que o código norte-americano nos oferece. Apenas aquando da adoção do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (CIRE), e posteriormente às alterações de 2012, foi dada maior importância à situação de recuperação de empresas que se encontram em insolvência, como já havíamos referido.

Após a sentença de declaração de insolvência o CIRE impõe que se proceda à nomeação de um Administrador da Insolvência¹⁰ ou um Administrador Judicial Provisório¹¹ se a empresa for suscetível de recuperação, sendo esta nomeação da responsabilidade do juiz. Fica assim implícito que, após a declaração de insolvência da empresa se verifica, automaticamente, a privação dos direitos e poderes do devedor, no que se refere à administração e à disposição que tem sobre os ativos da empresa. É o administrador de insolvência ou o administrador judicial provisório, se assim exigir o caso, quem assume os direitos de controlo da empresa em situação de falência, uma vez que os poderes retirados ao devedor passam a ser da competência deste¹².

Todavia, o afastamento da figura do devedor não é total, ficando obrigado por lei a fornecer todas as informações solicitadas pelo administrador de insolvência/administrador judicial provisório, pelos credores ou pelo tribunal¹³ e que sejam relevantes para o processo tanto de liquidação como de recuperação da empresa.

⁹ Para maior detalhe consultar 11 U.S.C. §704 (a)(8) aplicado também ao *Chapter 11* pelos artigos 11 U.S.C.§§1106 (a)(1) e 1107(a) do código de insolvência americano.

¹⁰ Para maior detalhe consultar art.º 36º do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas.

¹¹ Para maior detalhe consultar art.º 17º - C, nº3, a) do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas.

¹² Para maior detalhe consultar art.º 75º do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas.

¹³ Para maior detalhe consultar art.º 83º do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas.

Importa ainda assim referir, que o código de insolvência português prevê um aspeto que, no limite, poderá de alguma forma, camuflar quem efetivamente assume o controlo da empresa em situação de insolvência. A legislação portuguesa prevê a possibilidade de nomeação de um Administrador por parte dos credores, isto é, permite que estes elejam por maioria dos votos a pessoa que consideram indicada para o cargo¹⁴. Desta forma, ao permitir a possibilidade de os credores nomearem um administrador para substituir o que havia sido nomeado pelo juiz inicialmente, poderá conduzir a uma situação em que os credores mais influentes na assembleia acabem por deter o controlo da empresa, uma vez que terão tendência a eleger alguém que se comprometa a satisfazer os seus interesses em detrimento dos interesses dos outros *stakeholder*. Ainda assim, como forma de evitar estes enviesamentos na atividade do Administrador da Insolvência ou do Administrador Judicial Provisório, este está sujeito à fiscalização da sua atividade por parte do juiz, podendo este exigir-lhe qualquer tipo de informação ou relatórios da atividade desenvolvida até então¹⁵.

A questão de quem assume os direitos de controlo é assim respondida nos dois códigos de forma bastante díspar. Enquanto que no caso americano são os credores ou o devedor quem assume o controlo da empresa em caso de liquidação ou reorganização, respetivamente, no caso português o procedimento acaba por ser sempre o mesmo quer a finalidade do processo venha a ser a liquidação ou a reorganização da empresa, contudo é o credor que detém a última palavra relativamente à resolução do processo¹⁶.

O caso americano é então aquele que acaba por ser mais controverso uma vez que a assunção de controlo é bastante diferente, dependendo do capítulo do código de insolvência norte-americano em que a empresa entrar. No caso americano a decisão de optar por um dos capítulos cabe ao devedor, contudo, no caso do *Chapter 11* também os credores podem tomar essa iniciativa, como iremos perceber mais adiante, no entanto em caso de reorganização este fica sujeito à decisão do tribunal de aceitar ou não o plano. Percebe-se assim que se pode originar um conflito de interesses entre credores e

¹⁴ Para maior detalhe consultar art.º 53º do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas.

¹⁵ Para maior detalhe consultar art.º 58º do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas.

¹⁶ O preâmbulo do DL n.º 53/2004 de 18 de março que aprova o CIRE, estabelece: “... é aos credores que cumpre decidir quanto à melhor efetivação da garantia comum dos seus créditos (...) é sempre das estimativas do credores que deve depender, em última análise, a decisão de recuperar a empresa(...) é sempre a vontade dos credores que comanda todo o processo...”

devedor, ganhando os direitos de controlo tanta mais importância quanto mais diferentes forem os incentivos dos interessados em manter, ou não, a empresa em funções.

Consideremos o seguinte exemplo ilustrativo: temos uma empresa em que a liquidação dos seus ativos poderá render 100€ aos seus credores, no entanto, se esta for mantida em funcionamento conseguirá gerar 110€, sendo este valor apenas conseguido com o trabalho do gestor, que por esse trabalho é remunerado em 10 €. Neste ponto, em termos de valor criado, esta situação acaba por ser indiferente para o credor, uma vez que terá que premiar o gestor com os 10€ criados pelo facto da empresa se manter em funcionamento. Quanto ao gestor, se este não tiver outra oportunidade de emprego, será melhor dar continuidade à empresa recebendo os 10€ ao invés daquilo que receberia com a liquidação (0€). Por sua vez se tiver uma oportunidade de emprego em que o valor a receber será superior aos 10€, o gestor não terá dúvidas em abandonar o contrato que o mantém ligado à empresa. Nesta última situação a maximização do valor para ambos é conseguida através da liquidação da empresa. Como se pode perceber a conjuntura em que as empresas optam pela liquidação ou pela reorganização da empresa, através da sua manutenção, varia de alguma forma com os interesses dos intervenientes nessa decisão.

Assim, concretizando, no contexto americano é o devedor quem assume o controlo da empresa em situação de reorganização da mesma sendo atribuído o poder aos credores em caso de liquidação. Por sua vez, no contexto português apesar de o poder ser dado ao administrador da insolvência/ administrador judicial provisório, é sempre a vontade dos credores que acaba por imperar no decorrer do processo.

4.3.2. Requerimento de solvência

Os critérios que servem por base para o começo do processo de insolvência devem estar muito bem definidos na concepção da lei pelo que é importante perceber se, tanto no código de insolvência norte-americano como no português, este facto é efetivamente tido em conta e se de forma implícita ou explícita.

Segundo o código norte-americano considera-se uma empresa insolvente quando a soma das suas dívidas é superior aos seus ativos quando avaliados ao justo valor¹⁷. Contudo, ao procedermos ao estudo do código constatamos que este não impõe nenhuma forma de testar a solvência/insolvência da empresa como condição necessária à entrada neste processo. Apesar de referir quando se considera uma empresa insolvente o código norte-americano não é totalmente explícito quanto ao facto requerer que se faça prova da situação de insolvência da empresa.

Contudo, deve ser feita a menção que em casos de petição involuntária¹⁸ de entrada em processo de insolvência é necessário demonstrar que o devedor não está a cumprir as suas obrigações à data de vencimento destas¹⁹, sendo este o único requerimento de solvência apresentado no código norte-americano. Desta forma, a ausência de requerimentos de solvência poderá, em alguns casos, conduzir a situações em que empresas solventes se possam, assim, apresentar voluntariamente²⁰ para liquidação ou reorganização.

No âmbito do código português o devedor deve apresentar a empresa à insolvência assim que verificar que não consegue fazer face às suas obrigações já vencidas, mediante determinados prazos impostos igualmente pela lei²¹. Para que seja dada efetiva continuidade ao pedido de declaração de insolvência é necessário que seja feita uma exposição das constatações em que se fundamenta o pedido de insolvência; o(s) devedor(es) ou o(s) credor(es), dependendo de quem dá início ao processo, têm que ter a preocupação de recolher factos concretos que certifiquem a falta de capacidade para cumprir os seus compromissos²². Desta forma, os requisitos para a declaração de insolvência acabam por ser aqueles que se encontram listados no código ou alternativamente se a empresa apresentar um passivo consideravelmente superior ao ativo, quando avaliados segundo as normas contabilísticas aplicáveis. No caso de nenhuma destas considerações ser confirmada, o novo código prevê a existência de um

¹⁷ Para maior detalhe consultar 11 U.S.C. §101 (32) do código de insolvência americano.

¹⁸ Entende-se por petição involuntária uma situação em que um número suficiente de credores toma a iniciativa de entrar no processo de insolvência.

¹⁹ Para maior detalhe consultar 11 U.S.C. §303 do código de insolvência americano.

²⁰ Entende-se por voluntariamente (petição voluntária) uma situação em quem é o devedor toma a iniciativa de entrar no processo de insolvência, por forma a providenciar o pagamento das dívidas.

²¹ Para maior detalhe consultar o art.º 3º e nº1 do art.º 18º do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas.

²² Para maior detalhe consultar o nº1 do art.º 23º e o nº1 do art.º 20º do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas.

pedido infundado de insolvência²³, uma vez que acaba por não ser factualmente comprovável; o que acaba por trazer consequências para o requerente quer este seja credor quer este seja devedor.

Desta forma, o código português consegue fazer com que o devedor e também os credores tenham mais comprometimento e responsabilidade na prossecução da sua atividade, uma vez que poderão ser chamados à responsabilidade pela colocação da empresa numa situação menos favorável, pois todos os *stakeholders* da empresa, ao terem conhecimento desta petição, põem, logo à partida, em causa a credibilidade da empresa como um todo. O pedido de declaração de insolvência, mesmo que posteriormente dado como infundado, acaba por fragilizar a posição da empresa no mercado, tendo como exemplo o facto de aumentarem as taxas de juro exigidas, uma vez que se considera que o risco da empresa é maior do que aquele que se considerava até então.

Para que o acesso ao processo de insolvência seja eficiente, o ideal seria que os critérios para se iniciar um processo de insolvência estivessem devidamente definidos no código de insolvência de cada país, contudo pudemos perceber que tal não acontece de forma muito objetiva. Concretizando o código norte-americano não exige que se faça prova da insolvência da empresa, por sua vez o código português é mais exigente na medida em que o requerente necessita de provar a insolvência da mesma.

4.3.3. Suspensão automática dos direitos dos credores

A suspensão automática dos direitos dos credores é outro dos fatores a ter em consideração na tomada de decisão pelo pedido de insolvência. A forma como após essa decisão são tratados os credores da empresa pode conduzir a que estes incentivem, ou não, a entrada em processo de insolvência

Quando se envereda quer pelo *Chapter 7* quer pelo *Chapter 11* do código de insolvência norte-americano, a suspensão automática dos direitos dos credores entra em vigor de forma imediata.²⁴ Entende-se neste contexto por suspensão automática, a

²³ Para maior detalhe consultar o art.º 22º do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas.

²⁴ Para maior detalhe consultar 11 U.S.C. §362 (a) do código de insolvência americano.

capacidade que o código tem de proibir a maioria dos credores de continuar a cobrar as suas dívidas ao devedor. Existe então um período de tempo em que todos os julgamentos, as atividades de cobrança, execuções e despejos estão suspensos. Importa no entanto ressaltar que, a entrada em processo de insolvência o código norte-americano não prevê a suspensão da totalidade das cobranças que poderiam ser efetivadas, havendo desta forma determinadas exceções, entre outras a não suspensão dos processos criminais em curso, contra o devedor, os processos do Governo por forma a impor os seus poderes regulatórios, as ações de um locador para obter posse de bens imóveis, etc.²⁵

Além disso, o código norte-americano prevê a possibilidade de, em circunstâncias bastante específicas, um credor com garantias requerer uma ordem do tribunal garantindo-lhe o alívio da suspensão automática; temos como exemplo o caso de o devedor não ter capital e determinado bem não ser necessário para que a reorganização da empresa seja levada a cabo com sucesso. Nesta situação, o credor poderá fazer o levantamento da suspensão sobre os seus bens²⁶.

No que se refere ao CIRE, verificam-se algumas diferenças, embora não muito significativas, relativamente ao que é executado nos EUA. A declaração de insolvência tem a capacidade de suspender todas as diligências executivas que possam ter sido requeridas pelos credores relativos aos bens da empresa insolvente, sendo que, durante os três meses seguintes, não podem ser propostas execuções para o pagamento das dívidas.²⁷ De acordo com o CIRE, a declaração de insolvência abre a possibilidade de exigência ao devedor do cumprimento das suas obrigações não subordinadas, ainda que o prazo de vencimento ainda não tenha sido atingido, uma vez que as obrigações tornam-se vencidas e exigíveis aquando da declaração de insolvência da empresa²⁸. Ao serem suspensos alguns pedidos de cobrança por parte dos credores e o vencimento das obrigações por via da apresentação da declaração de insolvência acaba por permitir perceber qual o verdadeiro património à data da declaração, será possível ter noção do verdadeiro património da empresa, de qual é o seu real passivo. Com o processo de

²⁵ Para maior detalhe consultar 11 U.S.C. §362 (b) do código de insolvência americano.

²⁶ Para maior detalhe consultar 11 U.S.C. §362 (d) (2) do código de insolvência americano.

²⁷ Para maior detalhe consultar art.º 85º e art.º 89º do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas.

²⁸ Para maior detalhe consultar art.º 91º do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas.

insolvência em curso, o devedor não deve fazer pagamentos aos seus credores sem a aprovação do plano de insolvência uma vez que será nesse plano que está também contemplado o posterior plano de pagamentos²⁹.

A esta altura importa referir, um pouco à semelhança do que se verifica nos EUA, que o CIRE usa agora a noção de créditos subordinados, no que se refere ao plano de pagamentos. Em analogia ao que se verifica em outros países³⁰ introduziu-se a noção de “classificação dos créditos”³¹.

Como se percebe, a suspensão automática dos direitos dos devedores acaba por se verificar em ambas as legislações, embora com contornos diferentes; esta característica pode ser entendida como uma proteção essencial, prevista na lei, dada ao devedor. Isto permite que o devedor se sinta um pouco mais aliviado, uma vez que o património da empresa acaba por ser resguardado aquando da declaração de insolvência, sem que seja requerida qualquer tipo de ordem específica vinda do tribunal.

No momento em que se estabelece a suspensão dos direitos dos credores, este princípio é aplicável a todos os credores, não se verificando a este nível, qualquer distinção entre credores com ou sem garantia. Esta distinção acaba por ser feita apenas no momento de pagamento das dívidas aos credores, após o estabelecimento do plano de pagamentos, podendo os credores ser severamente penalizados caso não cumpram o legislado, uma vez que não lhes é permitido exercer qualquer tipo de pressão, principalmente no caso americano.

De acordo com La Porta *et al.* (1998) a questão dos direitos dos credores pode ser analisada tendo em conta determinados aspetos específicos. Em ambas as legislações, é perceptível que a suspensão automática dos direitos dos credores ocorre efetivamente em caso de reorganização, assim sendo, é permitido pela legislação que a empresa continue a usufruir dos seus ativos precavendo de alguma forma o sucesso na estratégia de reorganização da empresa. Tanto no contexto americano como no contexto português, a maior proteção oferecida aos credores acaba por ser o facto de os credores com garantias ainda terem prioridade absoluta sobre os rendimentos da massa falida. De

²⁹ Para maior detalhe consultar art.º 192º, nº 1 do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas

³⁰ Esta noção é igualmente utilizada na legislação americana, como se percebeu, na alemã e também na legislação espanhola. Não descuidando que a forma como esta é abordada possa ser diferente.

³¹ Entende-se por “classificação de créditos” a hierarquização de créditos sobre a massa insolvente com diferentes prioridades de reclamação sobre os ativos da empresa.

notar que a diferença mais significativa se verifica no facto de no caso português ser exigido o consentimento dos credores aquando da opção pela reestruturação da empresa, ao contrário do que se verifica no código norte-americano.

De uma forma geral, e quanto ao nível total de proteção dos credores que os códigos permitem, percebe-se que ambos demonstram um índice de proteção bastante reduzido (La Porta *et al.*, 1998). Esta constatação resulta no facto de, em muitos casos, o código norte-americano ser considerado um código anticredor, não só devido à possibilidade da suspensão automática dos direitos dos credores mas também por permitir a continuidade dos gestores em caso de reorganização.

Uma consequência da fraca proteção dos credores, verificada em ambos os códigos, é o enviesamento ao nível do investimento. É expectável que, em países em que a proteção dos investidores seja mais acentuada, o investimento acabe por surgir de uma forma mais natural do que o que se poderá verificar em países em que essa proteção não seja devidamente legislada. Como se percebe o código português, comparativamente ao de outros países³², acaba por não ser o mais protetor, o que torna o investimento nas empresas mais difícil. Nestas situações, os possíveis investidores (novos credores) acabam por estar a enfrentar um maior risco, uma vez que, em caso de insolvência, não poderão logo à partida reaver o que investiram. É assim compreensível, que para que os credores invistam nas empresas sujeitas a códigos de insolvência em que a proteção dos credores não é tão salvaguardada, exijam um prémio maior pelo risco que estão a correr, estabelecendo-se assim a relação direta entre risco e rentabilidade exigida pelo credor.

4.3.4. Restrições à liquidação ou reorganização

Neste ponto, o objetivo passa por analisar de que forma os códigos de insolvência têm a capacidade de criar alguns constrangimentos à possibilidade de dar continuidade à empresa que se encontra a enfrentar dificuldades financeiras. Este ponto apenas deve ser tido em conta quando se verifica a entrada do processo em contexto de reorganização, por forma a perceber-se quais são os poderes que acabam por ser atribuídos quer aos

³² Para uma informação mais pormenorizada acerca dos outros países em causa ver La Porta *et al.*(1998).

credores quer ao devedor de interromper este processo, optando pela liquidação da empresa em detrimento da reorganização que vinha a ser levada a cabo.

A esta altura é importante a noção de valor de liquidação e de valor de continuidade (*going-concern value*) e da sua consideração para a tomada de decisão.

Atendendo de uma forma bastante geral àquilo que será à partida a racionalidade dos *stakeholders* de uma empresa, facilmente se percebe que o objetivo final destes passa pela maximização do seu bem-estar, pelo que estes, numa situação de insolvência irão procurar a opção que maior benefício lhes trará. Assim sendo, estes apenas optarão pela continuidade da sua atividade se esta lhe oferecer retornos maiores do que aqueles que se verificarão em caso de liquidação da empresa; *going-concern value* superior ao valor de liquidação.

Olhando, objetivamente para o código de insolvência norte-americano, entende-se que no *Chapter 11* não existe nenhum dever por parte da gestão ou do tribunal na liquidação da empresa, mesmo que o valor de liquidação seja superior ao valor de continuidade. É assim possível que existam situações em que, apesar de a situação de liquidação se apresente como mais vantajosa para alguns credores, a continuidade da empresa seja assegurada.

A forma como o *Chapter 11* está concebido, remete-nos para o incentivo à continuidade das empresas, explicando de alguma forma os poderes atribuídos ao devedor ao invés dos que são atribuídos aos credores. Podemos afirmar que as restrições que são impostas à continuidade das empresas que se encontram em dificuldades financeiras, são bastante escassas uma vez que uma das críticas apresentadas ao código norte-americano acaba por ser o facto de este código ser fortemente protetor do devedor, tal como já tivemos oportunidade de referir.

No âmbito daquilo que foi introduzido pelo PER, a situação acaba por ser um pouco diferente. No caso português são dados mais poderes aos credores no que se refere à aprovação, ou não, do plano de recuperação da empresa³³. Assim, e comparativamente ao código norte-americano, acaba por ser difícil verificarem-se situações em que o se opte pela continuidade da empresa, ao invés da sua liquidação, nos casos em que esta última se apresenta como mais favorável para os credores.

³³ Para maior detalhe consultar art.º 212, n.º 1 e art.º 14, n.º 3 e 4 do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas.

O CIRE prevê que, no caso de não se alcançar um acordo entre devedor e credores quanto à aprovação do plano de recuperação, o processo negocial acabe por ser encerrado devendo esta decisão ser comunicada ao juiz. Após isto o juiz terá que aferir se o devedor se encontra numa situação económica difícil³⁴ ou se este se encontra em situação de insolvência³⁵; posteriormente, ir-se-á optar pelo encerramento do PER extinguindo-se todos os seus efeitos ou pela declaração de insolvência do devedor, procedendo à liquidação da mesma³⁶.

Como se pode perceber, existem assim algumas diferenças no que se refere a este ponto em ambos os códigos, facto que poderá em parte ser justificado pelo poder que, em ambos os casos, é dado ao devedor. Comparativamente ao que é previsto no código norte-americano, o código português não atribui tanto poder ao devedor em caso de reorganização da empresa, concluindo-se que em contexto português as empresas enfrentam maiores restrições quando optam por tentar assegurar a continuidade da empresa.

Assim, de forma resumida sabemos que o código norte-americano apresenta muito poucas restrições à manutenção e recuperação do negócio para as empresas enquanto que, por sua vez, o CIRE prevê que o facto de não haver concertação entre credores e devedor poderá resultar na liquidação da empresa, atribuindo poder suficiente aos credores para decidirem o futuro da empresa.

4.3.5. Novo financiamento em situação de reorganização

Um dos indicadores de insolvência das empresas passa pela sua falta de liquidez. Numa situação de tentativa de reorganização da empresa, um dos aspetos mais fundamentais é a questão do financiamento da empresa. A forma como é tratada a questão do novo financiamento neste tipo de situações permitirá igualmente inferir acerca da eficiência dos códigos de insolvência dos países em questão.

³⁴ Para maior detalhe consultar art.º 17-B do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas.

³⁵ Para maior detalhe consultar art.º 3, n.º 1 do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas.

³⁶ Para maior detalhe consultar art.º 17-G do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas.

O financiamento é, sem dúvida, um dos principais motores para manter operacional uma empresa, principalmente quando esta se encontra em situação de insolvência. Contudo, existem muito poucos investidores que procuram investir em empresas que se encontrem em dificuldades financeiras devido à grande incerteza, e consequentemente elevado risco desse investimento. Assim sendo, um código eficiente terá que ser dotado de mecanismos que consigam inverter esta situação.

O código norte-americano, desde já apresentado como fortemente orientado para o devedor, assume a necessidade por parte do devedor de financiamento numa situação de reestruturação da empresa. O *Chapter 11* caracteriza-se por incentivar o investimento pelo facto de conceder, ao novo credor, direitos especiais em empréstimos concedidos à empresa após a entrada no processo. É assim, atribuída uma prioridade superior aos novos credores, no momento da reclamação dos seus direitos, relativamente àqueles que até então detinham essa prioridade (*senior claims*)³⁷.

A prioridade que é dada aos investimentos, concedidos após a entrada em processo de insolvência, acabam por ter um impacto muito forte no comportamento dos investidores. O facto de estes ganharem prioridade sobre os credores já existentes vai conduzir a uma situação em que os investidores ponderam melhor a possibilidade de financiamento de uma empresa e acabam por assumir mais risco, investindo em projetos aparentemente não tão rentáveis. A este nível, o código norte-americano acaba por dar espaço à criação de um problema de “sobreinvestimento”. Apesar deste problema, a questão da recuperação da empresa é mais provável devido a este mesmo investimento o que, recordando, é o objetivo final do *Chapter 11*.

Com a introdução do Processo Especial de Revitalização, nomeadamente pela Lei 16/2012, a formulação do código de insolvência português acaba, em parte, por se aproximar ao que é transmitido pelo código de insolvência norte-americano. Inspirada em sistemas jurídicos com regimes semelhantes, o código de insolvência português detém igualmente mecanismos idênticos aos do norte-americano no que se refere à captação de recursos financeiros imprescindíveis à revitalização da empresa.

Neste sentido, o CIRE prevê que os credores que propiciem fontes de financiamento ao devedor, enquanto este se encontre em processo de recuperação, com vista a dar continuidade ao desenvolvimento da sua atividade, gozem de uma proteção

³⁷ Para maior detalhe consultar 11 U.S.C. §364 do código de insolvência americano.

especial. Esta proteção é então feita ao nível das garantias que, uma vez convencionadas entre credores e devedor, mantêm-se mesmo que venha a ser declarada a insolvência do devedor, no prazo de dois anos. Com o objetivo de oferecer mais segurança aos credores que disponibilizam meios de financiamento à empresa nestas condições processuais, o CIRE concede aos credores um privilégio creditório mobiliário geral³⁸, comparando-se à “superprioridade” igualmente concedida pelo código de insolvência norte-americano. A isto, acresce-se ainda o facto de este tipo de negócios celebrados no âmbito do PER, serem insuscetíveis de resolução em benefício da massa insolvente, evitando-se assim que os credores não financiem os projetos com receio de que os negócios sejam postos em causa na contingência de algo correr mal durante a recuperação.³⁹

Como se percebe, neste ponto, a unanimidade entre os dois códigos de insolvência confirma-se de forma bastante evidente. Ambos os códigos são dotados de mecanismos que incentivam o novo financiamento enquanto a empresa se encontra em processo de reestruturação. Assim sendo, e uma vez que o objetivo destas alterações impostas na lei visa assegurar a continuidade das empresa, evitando a sua eliminação, podemos facilmente inferir, de forma meramente qualitativa, que ambos os códigos acabam por bastante eficientes a este nível⁴⁰.

4.3.6. Preservação dos direitos residuais dos acionistas

A questão dos direitos residuais dos acionistas encontra-se intimamente relacionada com a questão da definição das prioridades no momento da reclamação dos direitos quer dos credores quer do devedor.

³⁸ Para maior detalhe consultar art.º 17-H do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas.

³⁹ Para maior detalhe consultar art.º 120º, nº 6 do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas.

⁴⁰ Dahiya, S. *et al.* (2003) conclui no seu trabalho, relativamente ao financiamento em situação de reestruturação, ao nível do código de insolvência americano, que as empresas maiores são aquelas que à partida têm mais facilidade em obter este tipo de financiamento. Para além disso, também a questão da celeridade do processo foi igualmente estudada, atingindo resultados que mostram que empresas que recebem este tipo de financiamento se mantêm durante um período de tempo menor no *Chapter 11*, quer a resolução passe pela liquidação quer pela efetiva reorganização da empresa.

A prioridade dos direitos tem por base uma hierarquia de satisfação dos mesmos. A lei acaba por estipular a essência da ordem de pagamento assim como, em algumas situações, a proporção desse mesmo pagamento.

Nos Estados Unidos a regra que trata este assunto é apelidada de *absolute priority rule* (APR). De acordo com o que é estabelecido nesta regra, os credores apresentam supremacia total na reclamação dos seus direitos, relativamente ao que acontece com os direitos dos *shareholders* da empresa. Por sua vez, para além de estabelecer a dicotomia entre credores e acionistas, a mesma lei estabelece ainda que o pagamento dos direitos aos credores juniores deve ser feito apenas após o pagamento da totalidade dos direitos os credores seniores.

Recorrendo a alguns estudos já desenvolvidos acerca deste tópico, no que se refere ao caso particular dos EUA, percebe-se que os desvios relativamente a esta regra são notórios, particularmente em casos de reorganização das empresas. Por exemplo, Franks e Torous (1989) e Weiss (1990), concluíram que os desvios verificados ocorrem de forma mais regular a favor dos acionistas da empresa ([Anexo II](#)).

Assim sendo podemos afirmar que, no que diz respeito ao código de insolvência norte-americano, os desvios são significativos. Este facto pode ser justificado pela autoridade assumida pelo devedor em situação de reorganização da empresa. Mantendo-se o devedor na gestão da empresa, este irá procurar tirar partido dessa situação pelo que, o prolongamento de todo o processo será inevitável. Com este prolongamento do processo os custos irão naturalmente aumentar e os credores acabaram por ter que os pagar. Por forma a evitar esta situação os credores tendem a aceitar o domínio do devedor. Assim os acionistas acabam por adquirir os seus benefícios ficando os credores prejudicados e aproveitando assim as fragilidades quer da lei, quer dos responsáveis decisórios.

No contexto português a realidade aproxima-se agora daquilo que é a realidade dos Estados Unidos. Com a introdução do CIRE, em 2004, e porventura inspirados no próprio código norte-americano, também a noção de ordenação dos créditos por classes foi introduzida na legislação portuguesa.

O código de insolvência prevê assim uma hierarquização dos créditos sobre a massa insolvente em quatro classes: créditos “garantidos”, créditos “privilegiados”,

créditos “subordinados” e créditos “comuns”⁴¹; sendo esta a ordem de satisfação dos mesmos. Apenas após o pagamento destes⁴² os direitos dos acionistas deverão satisfeitos.

A escassez de dados estatísticos no que se refere ao caso português implica uma abordagem menos exaustiva, no que se refere a alguma sustentação empírica dos enviesamentos que se possam verificar no caso português.

O Gráfico 3 procura evidenciar a taxa de recuperação dos credores que se registou em Portugal, EUA e a média da OCDE, no período de tempo que vai de 2004 a 2012.

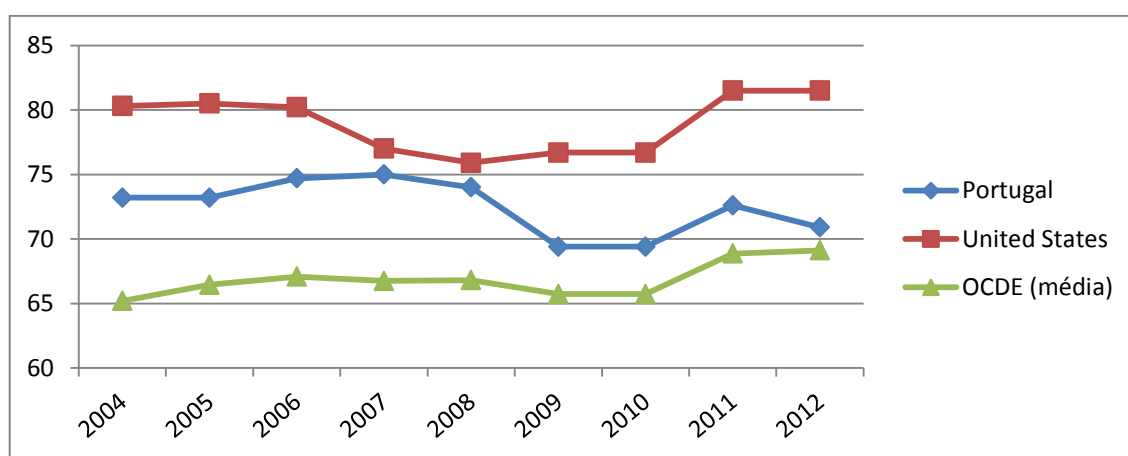


Gráfico 3 - Taxas de recuperação dos credores expressas em cêntimos de dólar.

Fonte: Elaboração do próprio autor, com base nos dados consultados em The World Bank e International Finance Corporation, Doing Business (Measuring Business Regulations).

Como é perceptível, apesar dos desvios referidos anteriormente, nos EUA a taxa de recuperação acaba por ser maior do que a verificada em Portugal. A taxa de recuperação dos credores, que se verifica em Portugal é mais elevada do que a média da OCDE, no entanto, nos últimos anos, tal tem vindo a convergir para valores muito semelhantes. De acordo com estes dados podemos, por comparação perceber que no caso português também se verifica em enviesamento no que se refere à satisfação em primeiro lugar dos credores e posterior satisfação dos acionistas, uma vez que a taxa de recuperação dos credores é ainda inferior à verificada nos EUA.

⁴¹ De acordo com o art. 47º do CIRE, entende-se por créditos “garantidos” os que beneficiam de garantias reais, créditos “privilegiados” os que beneficiam de privilégios gerais, créditos “subordinados” os que só podem ser satisfeitos depois dos restantes créditos da insolvência, incluindo os comuns, e finalmente por créditos “comuns” todos os outros. Sendo que o art. 48º lista aqueles que são considerados como créditos subordinados.

⁴² Para maior detalhe consultar o art.172º e seguintes do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas.

Esta questão é assim transversal a ambos os códigos, o facto de em muitos casos não ser respeitada a prioridade ao nível da reclamação dos créditos acaba por ter consequências. O credor, sabendo que a lei se apresenta formulada sob determinados princípios, mas que na hora da sua aplicação esses mesmos princípios não se cumprem, vai ter algumas dúvidas relativamente à sua protecção real. Desta forma, no momento de realizar o investimento, é expectável que o próprio credor se retraia uma vez que não tem esperança de recuperar os valores investidos.

Depreende-se então que em ambas as legislações os direitos dos credores acabam por não ser devidamente satisfeitos em detrimento dos direitos dos acionistas.

4.3.7. Custos diretos

Uma das questões que também é bastante flagrante quando se considera a tomada de decisão pela entrada em processo de insolvência está relacionada com os custos associados a todo este processo. No decorrer deste processo podem ser identificados, quer custos diretos quer custos indiretos, tendo todos eles grande impacto. Contudo, neste ponto do nosso trabalho iremos dar particular importância aos custos diretos uma vez que acabam por ser estes que nos irão permitir retirar algumas conclusões por comparação de ambos os códigos, tal como temos feito até então. Serão estes que nos levarão a inferir acerca da eficiência de ambos uma vez que será expectável que quanto menor forem os custos normalmente associados a estes processos, mais eficiente poderemos considerar a lei que acaba por ser promotora dos mesmos.

Numa primeira fase importa perceber aquilo que é considerado como custos diretos associados a estes processos. Entende-se então por custos diretos os custos administrativos, de assessoria e taxas legais que a empresa terá que acarretar desde a sua inclusão no processo de insolvência, até que o processo se encontre findo; o que em nada se relaciona com o custo de liquidação da empresa, muitas vezes confundido.

Observando o código norte-americano nesta perspectiva, é possível identificar, duas situações particularmente diferentes entre si a nível dos custos associados, isto é a

liquidação e a reorganização, sendo que em ambos os casos é necessário um pagamento, embora diferentes entre si, ao qual o código norte-americano apelida de *filing fees*^{43 44}.

O *Chapter 11*, para além de se caracterizar pelas soluções que oferece no sentido de assegurar a continuidade da empresa, pela sua flexibilidade, caracteriza-se igualmente por alguma complexidade acrescida àquilo que se verifica num contexto de liquidação. A exigência deste processo implica a contratação, e conseqüentemente o pagamento, de entidades que são indispensáveis a todo este processo, como é o caso do *trustee*⁴⁵, de um contabilista exigido para o processo e do advogado que conduzirá o processo pelo devedor; sendo este último comum a um processo de liquidação.

Por simplificação, tendo em consideração apenas os factos relatados é intuitivo afirmar que em caso de reorganização os custos sejam mais avultados; contudo estudos como o de Bris *et al.* (2006) mostram que a similitude de valores entre as duas modalidades é bastante notória, ao contrário do que seria de esperar. As diferenças que aparentemente se fazem sentir dizem respeito ao facto de as reorganizações serem mais frequentes em casos de grande dimensão, pelo que acabam por enviesar um pouco os dados nesse sentido. Warner (1977) estima que os custos diretos médios das insolvências nos Estados Unidos, no que se refere à indústria ferroviária, são de 1,88 milhões de dólares, o que representa 5,3% do valor de mercado das empresas. Por sua vez Altman (1984) apresentou valores que rondam uma média de 6,2% do valor total da empresa. Muitos outros autores contabilizaram estes valores encontrando-se os resultados alcançado por estes no [Anexo III](#).

No caso português a informação acaba por ser novamente bastante escassa no que se refere à questão dos custos diretos que estão associados a um processo de insolvência, contudo, entende-se que os custos diretos e a duração de todo o processo se encontram diretamente relacionadas. Desta forma, para percebermos as aparentes diferenças ou semelhanças entre estes países optámos por confrontar os dados relativos à duração dos processos em ambos os países.

⁴³ Entende-se por *filing fees* as quantias a pagar por dar entrada em processo de insolvência, sendo que variam consoante o capítulo do código americano em que se entra.

⁴⁴ Para maior detalhe consultar 28 U.S.C. §1930 (a) do código de insolvência americano.

⁴⁵ A compensação do *trustee*, quer o processo siga para o *Chapter 7* ou para o *Chapter 11*, é composta por uma parte fixa e outra variável que irá depender do valor dos ativos da empresa. Para maior detalhe consultar 11 U.S.C. §§330 e 326 (a) do código de insolvência americano.

Segundo dados presentes no [Anexo IV](#), tem-se que a duração média dos processos de insolvência em Portugal é de cerca de 3 anos⁴⁶, durante o período 2007-2012. No caso americano, por comparação com os dois últimos anos, o valor encontrado difere de forma acentuada. Os valores apresentados quer para a resolução através do capítulo 7 quer para o capítulo 11 são significativamente inferiores aos apresentados em Portugal, sendo de 0,5 anos e 1,4 anos respetivamente ([Anexo V](#)).

Mediante os factos apresentados, é intuitivo afirmar que o código de insolvência norte-americano se apresenta como mais eficiente no que se refere quer na duração de todo o processo, quer no que se refere os custos que acabam por ser fortemente influenciados por este fator.

Apesar do envolvimento intensivo que é necessário, nos dois casos, por parte do tribunal, o código norte-americano consegue ainda assim contornar aquilo que poderia ser uma limitação, no momento da resolução de um processo de insolvência. No caso português todo este processo acaba por sair mais encarecido, por comparação.

É contudo importante referir que a comparação entre países no que se refere aos custos diretos acaba por ser uma tarefa difícil quer devido ao tamanho da indústria quer pelo tipo de empresas que são mais características de cada uma delas. Segundo autores como Warner (1977) e Ang *et al.* (1982) estes custos acabam por ser mais significativos em pequenas empresas do que propriamente em grandes empresas, devido à existência de economias de escala. Assim, de uma forma intuitiva percebemos que o impacto destes custos diretos nas empresas portuguesas acaba por ser bastante mais considerável, uma vez que o tecido empresarial do nosso país é constituído maioritariamente por pequenas e médias empresas.

Desta feita, os custos diretos do processo parecem ser mais elevados no contexto português do que nos EUA, quer pela morosidade na resolução dos processos, quer pela envolvimento dos tribunais e ainda pelo impacto acentuado das economias de escala.

⁴⁶ De considerar que os valores tidos em conta são com visto de correção, um termo jurídico garante que o processo está efetivamente findo e que foram cumpridas todas as regras, todas as formalidades, sobre a supervisão ds tribunais.

4.3.8. Benefícios privados dos *stakeholders* da empresa

A questão da entrada em processo de insolvência de uma empresa, e a consequente resolução do processo não é, de todo, uma preocupação para, apenas e só, credores e acionistas. Quando se procura analisar a eficiência de um código de insolvência é necessário perceber de que forma a legislação tem em atenção outros *stakeholders* da empresa.

Tal como já referimos, a legislação norte-americana é, por muitos, considerada como orientada para o devedor, sendo bastante incentivadora no sentido de assegurar a continuidade das empresas. O facto de ser dotada de um capítulo dedicado à reorganização das empresas, na tentativa de evitar a sua liquidação, acaba por demonstrar, ainda que de uma forma mais indireta, que a legislação norte-americana respeita os interesses dos outros *stakeholders* da empresa.

Um dos grupos de *stakeholders* que acaba por sofrer mais com a insolvência das empresas é o dos seus trabalhadores. A forma como o código de insolvência norte-americano está construído mostra preocupação com a possibilidade de se assegurarem os postos de trabalho e de se evitarem algumas consequências sociais para a região/país, de como é exemplo o aumento do desemprego. Este ponto acaba por ir um pouco ao encontro daquilo que é a cultura do país, quais são as suas prioridades e da importância que é dada às empresas enquanto impulsionadoras da atividade económica de uma região/país.

No caso português, a introdução do PER acaba por convergir com aquilo que é proposto no código norte-americano no que se refere à tentativa de assegurar a continuidade das empresas. Verifica-se assim, que existe um particular interesse em assegurar a preservação da função social e económica da empresa, quando assim se apresentará como benéfico.

Aquando da verificação da insolvência, os trabalhadores são penalizados na medida em que deixam de receber os seus vencimentos, passando, nos termos do CIRE, a serem considerados credores da insolvência⁴⁷, sendo necessário assegurar o pagamento desses créditos. A legislação portuguesa evoluiu assim no sentido de

⁴⁷ Para maior detalhe consultar art.º 47º do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas.

minimizar as consequências sociais que advém de um processo de insolvência para os trabalhadores, assegurando a proteção dos seus créditos.⁴⁸ Esta proteção pode assim ser conseguida quer através do aumento da ordem de privilégio creditório, devendo estes ser pagos antes dos credores ordinários, quer através da obrigação de contratação de garantias.

Quando uma empresa entra para o *Chapter 11*, esta beneficia, geralmente, de uma proteção contra os credores que vão, naturalmente, tentar cobrar as suas dívidas. Para além desta proteção a empresa fica ainda dotada de alguns poderes para renegociar as suas dívidas. Numa situação em que, devido às dificuldades financeiras pelas quais a empresa passa, todos os euros contam, qualquer benefício que seja dado é importante e procura colocar a empresa numa situação mais confortável.

A possibilidade de renegociação da dívida da empresa, isto é a possibilidade que é dada para se negociarem contratos considerados caros até então, por forma a torná-los mais sustentáveis para a empresa, é um dos principais benefícios que se pode retirar da envolvimento num processo de insolvência. O facto de a empresa se encontrar suspensa das suas obrigações de dívida pode tornar a empresa mais eficiente que os seus concorrentes mais diretos, que por sua vez, têm que dar continuidade ao pagamento da totalidade das suas dívidas. Assim, pode-se afirmar que a entrada neste processo pode significar a atribuição de uma vantagem competitiva à empresa em relação aos seus concorrentes.

Também a questão dos benefícios fiscais, oferecidos às empresas que se encontram neste tipo de processos, devem igualmente ser referidos por poderem ser entendidos como benefícios dados aos *stakeholders* da empresa. Neste ponto, optamos por enfatizar aquilo que se verifica ao nível português. O CIRE contempla alguns dos benefícios fiscais dos quais as empresas em processo de insolvência usufruem⁴⁹. Alguns destes benefícios são concedidos tanto em situação de recuperação como de liquidação,

⁴⁸ A proposta de resolução da Convenção n.º 173 relativa à Proteção dos Créditos dos Trabalhadores em Caso de Insolvência do Empregador, pode ser consultada em <http://app.parlamento.pt/webutils/docs/doc.pdf?path=6148523063446f764c3246795a5868774d546f334e7a67774c325276593342734c576c756156684a5358526c65433977634849794d79315953556b755a47396a&fich=ppr23-XII.doc&Inline=true>

⁴⁹ O art.º 268º Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas refere os benefícios fiscais relativos ao IRC, o art.º 269º refere os benefícios relativos ao Imposto de Selo e por fim o art.º 270º trata os benefícios que são atribuídos ao nível do IMI.

da massa insolvente, mas é de referir que para além de beneficiar outros *stakeholders* da empresa os interesses dos credores têm sempre prioridade.

Como se percebe, de uma forma geral, ambos os códigos acabam por ter em consideração os interesses de outros *stakeholders* da empresa.

4.3.9. Resumo

De seguida na Tabela 1 é apresentada a comparação entre os dois códigos de forma resumida.

Características	Código norte-americano	CIRE
Direitos de controlo	Credores em caso de liquidação; devedores em caso de reorganização (<i>Debtor-in-possession</i>).	Nomeação de um Administrador de Insolvência em caso de liquidação ou de Administrador Judicial Provisório, credores detém poderes de nomeação.
Requerimentos de solvência	Não são exigidos teste de solvência objetivos nem no <i>Chapter 7</i> nem no <i>Chapter 11</i> ; empresas solventes podem dar entrada no <i>Chapter 11</i> .	Restrições ao nível da possibilidade de declaração de insolvência.
Suspensão automática dos direitos dos credores	A maioria dos direitos são suspensos, havendo exceções.	Direitos ficam suspensos quando é declarada a insolvência.
Restrições à liquidação ou reorganização	Poucas restrições, muito por resultado dos poderes atribuídos ao devedor (<i>Debtor-in-possession</i>).	Os credores podem liquidar a empresa, a qualquer momento, caso este cenário seja mais benéfico para eles.
Novo financiamento em situação de reorganização	Incentivo ao financiamento pela prioridade concedida aos novos credores.	“Superprioridade” concedida aos credores que financiem em situação de recuperação.

Preservação dos direitos residuais dos acionistas	Desvios em relação à regra da prioridade absoluta em detrimento dos acionistas.	Improvável satisfação dos direitos dos credores, possivelmente a favor dos acionistas.
Custos diretos	Custos baixos: apesar de o tribunal estar muito envolvido nos processos, a duração destes é mais reduzida.	Custos mais elevados: agravados pela demora na resolução dos processos; economias de escala agravam o impacto destes.
Benefícios privados dos stakeholders da empresa	Procura respeitar os interesses dos outros <i>stakeholders</i>	Interesses dos <i>stakeholders</i> são considerados: benefícios fiscais, consequências para os trabalhadores...

Tabela 1 - Resumo das características dos Códigos de Insolvência.
Fonte: Elaboração do próprio autor, com base em Franks *et al.* (1996).

5. A eficiência dos códigos

O objetivo final do trabalho é estabelecer pontos de ligação ou de distanciamento entre os códigos, que nos permitissem tirar ilações acerca da eficiência dos mesmos. À semelhança de Franks *et al.* (1996) os resultados obtidos permitem-nos responder às três questões primordiais levantadas anteriormente, que nos conduziram a uma conclusão final.

Será que o código preserva as empresas mais promissoras, procedendo à liquidação das que não são rentáveis?

Pelo estudo do código norte-americano percebe-se que este, pela forma como foi redigido é um código que acaba por, naturalmente incentivar a reorganização das empresas ao invés da sua liquidação. Este facto permite que vários *stakeholders* acabem por usufruir desta oportunidade derivado dos benefícios que conseguem obter com a continuidade da empresa. Contudo, todo o processo de falência depende essencialmente do devedor (*debtor-in-possession*). Sabendo que o devedor será aquele que verá os seus direitos serem garantidos em último lugar, pelo menos teoricamente, é natural que este demonstre particular interesse no facto de se manter a empresa em atividade.

No caso português a situação é um pouco diferente. As últimas alterações do CIRE vieram novamente alterar o paradigma que se fazia notar até então. O objetivo das últimas alterações seria o de passar a liquidação da empresa para um plano secundário oferecendo-se a possibilidade de recuperação desta pelo PER. Contudo, apesar de em alguns pontos do código esta ser conseguida, existem outros em que o legislador não foi tão eficiente. De acordo com aquilo que fomos afirmando ao longo do estudo, existem aspetos na lei que colocam entraves à reorganização das empresas.

Esta questão é principalmente ilustrada por dois factos: em primeiro lugar, este código continua a ser um código que oferece poucos poderes ao devedor enquanto peça fundamental em todo o processo de insolvência de uma empresa e em segundo lugar, o CIRE acaba por ser um código que oferece demasiados poderes aos credores, nomeadamente quando se trata de uma reorganização. A recuperação, ou não, de uma empresa depende da total vontade dos credores, não tendo em consideração a verificação, ou não, de viabilidade económica da empresa.

Desta forma, podemos afirmar que o código de insolvência português, comparado com o norte-americano, acaba por ser menos eficiente no processo de seleção das empresas que devem ser reestruturadas e que devem ser liquidadas. O facto da posição do devedor não ter uma importância fundamental em todo o processo, ao contrário do credor, acaba por contribuir para a liquidação prematura de empresas que poderiam ser recuperadas com sucesso.

Será que o código permite que a empresa seja liquidada ou reorganizada ao mínimo custo possível?

A questão dos custos neste ponto irá incidir sobre dois custos essenciais: os custos diretos associados a todo o processo e os custos que estão associados ao novo financiamento, que é concedido em situação de recuperação da empresa. A minimização destes custos em empresas que estão em situação de graves dificuldades financeiras, acaba por tornar determinante qualquer poupança que se consiga fazer.

No que se refere aos custos diretos associados a todo o processo, optamos por medi-los de acordo com a duração média de todo o processo. Pela comparação que tivemos oportunidade de estabelecer, percebe-se que os custos associados à resolução de um processo em Portugal acabam por ser significativamente maiores do que os que são conseguidos pelo código norte-americano. Mais ainda quando estes custos acabam por ser mais importantes para as empresas mais pequenas do que para as empresas grandes. Sendo que o tecido empresarial português é constituído, quase na totalidade, por PME contribuí para agravar este cenário. Desta forma, entende-se que o impacto dos custos de um processo de falência seja menos eficiente no caso português.

Quanto aos custos de financiamento, o processo de insolvência norte-americano tem a capacidade de incentivar a novos investimentos em situação de reorganização pois permite a conceção de uma superprioridade aos novos créditos que são contraídos no decorrer do processo. Desta forma, o código norte-americano torna todo este processo mais fácil, assim como mais barato uma vez que oferece garantias adicionais aos novos credores. Este facto vai permitir reduzir o risco dos novos credores contribuindo para obtenção de novos créditos em condições mais vantajosas.

O código português é em tudo semelhante na medida que também prevê a superprioridade na reclamação dos créditos concedidos após o início do processo de

insolvência. Como resultado, também neste caso os custos do novo financiamento serão de igual forma mais reduzidos.

Assim sendo, atendendo a esta questão podemos afirmar que o código de insolvência norte-americano volta a acentuar a sua maior eficiência relativamente ao código português. Apesar de a nível de custos de financiamento não ser possível estabelecer uma relação direta por escassez de dados, percebe-se que as condições de incentivo acabam por ser semelhantes. Contudo, no que se refere aos custos legais e administrativos de todo o processo, custos diretos, podemos claramente afirmar que o código norte-americano ganha vantagem ao nível da eficiência demonstrada.

Será que o código permite que se façam inovações nos contratos por forma a melhorar todo o processo de insolvência?

O código de insolvência de um país será tanto mais eficiente quanto mais capaz for de evitar que os credores e devedores recorram à resolução dos processos extrajudicialmente. Para este facto podem contribuir duas situações: a questão dos custos, já abordada, e o número de liquidações e reorganizações que efetivamente se concretizam.

Relativamente aos custos o código norte-americano tem alguma vantagem sobre o código português, pelo que, tendo em consideração este facto é antecipável que, em Portugal, os devedores e credores optem por uma resolução das suas dificuldades fora dos tribunais, uma vez que se torna uma opção normalmente mais vantajosa em termos de custos.

Relativamente ao número de liquidações e reorganizações efetuadas nos EUA apenas cerca de 20% das empresas optaram pelo *Chapter 11* (reorganização). No entanto em Portugal a situação é ainda mais problemática pois quase 90% das empresas que entram num processo de insolvência acabam efetivamente liquidadas⁵⁰.

Num cenário em que a taxa de liquidação das empresas é tão elevada, é expectável que os responsáveis optem por processos extrajudiciais que visem a recuperação das empresas, na expectativa de que a resolução seja diferente. Assim, as empresas que optariam pelo processo de insolvência formal, através dos tribunais

⁵⁰ Informação retirada de <http://www.portugal.gov.pt/pt/os-ministerios/ministerio-da-justica/mantenha-se-atualizado/20121031-mj-recuperacao-empresas.aspx>.

seriam apenas aquelas que na realidade já não têm recuperação possível, valendo mais enquanto empresas liquidadas.

6. Conclusões

Nos últimos anos muitos foram os estudos realizados no sentido de avaliar a eficiência dos códigos de insolvência de diferentes países, tendo em conta determinadas características específicas dos mesmos. Ainda assim, nenhum trabalho havia sido realizado no âmbito do Código de Insolvência e de Recuperação de Empresas português. Com este trabalho, procuramos então preencher esta lacuna comparando o código português com o código norte-americano. Para isso optámos por seguir a metodologia adotada por Franks *et al.* (1996) colocando três questões às quais procuramos obter resposta após o estudo dos respectivos códigos.

Numa fase inicial optamos por contextualizar este tema naquilo que é a literatura existente pelo que concluímos que a forma como a legislação está orientada influencia significativamente quer a tomada de decisão por parte de quem que tomar essa atitude, quer no desenrolar de todo o processo. Para além disso, foi igualmente notório a convergência dos autores para determinados fatores chave na avaliação da eficiência de um código de insolvência.

Assim sendo, este trabalho permitiu concluir que:

- O código português ao colocar o poder de decisão e gestão do processo nos credores, quer seja no processo de liquidação ou de reorganização da empresa acaba por ser mais propício a originar liquidações prematuras. Pelo contrário, o código norte-americano ao colocar o poder de decisão e gestão do processo ao devedor acaba por favorecer a reorganização das empresas em detrimento da liquidação.
- Apesar de não ser possível estabelecer uma relação ao nível dos custos financeiros registados em ambos os códigos a diferença entre os mesmos não é muito notória uma vez que em ambos os códigos está previsto a conceção de superprioridade aos novos credores. Contudo os custos diretos do processo de insolvência acabam por ser consideravelmente mais elevados no caso português do que no caso americano, devido à maior duração média dos processos e à menor dimensão das empresas portuguesas.

- Finalmente, o facto de quase 90% das empresas portuguesas que iniciam um processo de insolvência serem liquidadas faz com que estas tendem a recorrer a processos de resolução extrajudiciais, contribuindo desse modo para uma menor eficiência do código português.

Assim, perante os resultados apresentados podemos afirmar que, apesar das melhorias que se têm vindo a verificar no código de insolvência português, em que em muitos casos se tenta aproximar daquilo que é a formulação do código norte-americano, **a eficiência do código português ainda é inferior à do código norte-americano.**

De salientar ainda, que no decorrer da elaboração do presente trabalho deparamo-nos com um factor que acabou por em parte condicionar a nossa análise: a falta de dados estatísticos, no que se refere ao contexto português. Estes seriam imprescindíveis para uma melhor sustentação das conclusões por nós alcançadas.

7. Referências

- Altman, Edward I. (1984). *A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question*. Wiley for the American Finance Association.
- Ang, James S.; Chua, Jess H.; McConnell, John J. (1982). "The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: A Note". *The Journal of Finance*. Vol. 37. n.º 1. p. 219-226.
- Armour, John; Cumming, Douglas (2008). "Bankruptcy Law and Entrepreneurship". *American Law and Economics Review*. Vol. 10. n.º 2. p. 303-350.
- Baird, Douglas G. (1991). "The initiation problem in bankruptcy". *International Review of Law and Economics*. Vol. 11. n.º 2. p. 223-232.
- Bak, Thomas, Golmant, John and Woods, James A. (2007). *A Comparison of the Effects of the 1978 and 2005 Bankruptcy Reform Legislation*.
- Bebchuk, Lucian Arye (2002). "Ex Ante Costs of Violating Absolute Priority in Bankruptcy". *The Journal of Finance*. Vol. 57. n.º 1. p. 445-460.
- Berkovitch, Elazar; Israel, Ronen (1999). "Optimal Bankruptcy Laws across Different Economic Systems". *The Review of Financial Studies*. Vol. 12. n.º 2. p. 347-377.
- Berkovitch, Elazar; Israel, Ronen; Zender, Jaime F. (1997). "Optimal bankruptcy law and firm-specific investments". *European Economic Review*. Vol. 41. n.º 3-5. p. 487-497.
- Berkowitz, Jeremy; White, Michelle J. (2004). "Bankruptcy and Small Firms' Access to Credit". *The RAND Journal of Economics*. Vol. 35. n.º 1. p. 69-84.
- Bigus, Jochen (2002). "Bankruptcy law, asset substitution problem, and creditor conflicts". *International Review of Law and Economics*. Vol. 22. n.º 2. p. 109-132.
- Brealey, Richard A.; Myers, Stewart C. (2008). *The Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill, New York.

- Bris, Arturo; Welch, I. V. O.; Zhu, Ning (2006). "The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization". *The Journal of Finance*. Vol. 61. n.º 3. p. 1253-1303.
- Broadie, Mark; Chernov, Mikhail; Sundaresan, Suresh (2007). "Optimal Debt and Equity Values in the Presence of Chapter 7 and Chapter 11". *The Journal of Finance*. Vol. 62. n.º 3. p. 1341-1377.
- Bulow, Jeremy I.; Shoven, John B. (1978). "The Bankruptcy Decision". *The Bell Journal of Economics*. Vol. 9. n.º 2. p. 437-456.
- Dahiya, Sandeep; John, Kose; Puri, Manju; Ramirez, Gabriel (2003). "Debtor-in-possession financing and bankruptcy resolution: Empirical evidence". *Journal of Financial Economics*. Vol. 69. n.º 1. p. 259-280.
- Davydenko, Sergei A.; Franks, Julian R. (2008). "Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany, and the U.K.". *The Journal of Finance*. Vol. 63. n.º 2. p. 565-608.
- Easterbrook, Frank H. (1990). "Is corporate bankruptcy efficient?". *Journal of Financial Economics*. Vol. 27. n.º 2. p. 411-417.
- Franks, Julian R.; Nyborg, Kjell G.; Torous, Walter N. (1996). "A Comparison of US, UK, and German Insolvency Codes". *Financial Management*. Vol. 25. n.º 3. p. 86-101.
- Franks, Julian R.; Torous, Walter N. (1989). "An Empirical Investigation of U.S. Firms in Reorganization". *The Journal of Finance*. Vol. 44. n.º 3. p. 747-769.
- Franks, Julian R.; Torous, Walter N. (1994). "A comparison of financial restructuring in distressed exchanges and chapter 11 reorganizations". *Journal of Financial Economics*. Vol. 35. n.º 3. p. 349-370.
- Gertner, Robert; Scharfstein, David (1991). "A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law". *The Journal of Finance*. Vol. 46. n.º 4. p. 1189-1222.

- Gilson, Stuart C.; John, Kose; Lang, Larry H. P. (1990). "Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default". *Journal of Financial Economics*. Vol. 27. n.º 2. p. 315-353.
- Jensen, Michael C.; Meckling, William H. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics*. Vol. 3. n.º 4. p. 305-360.
- Kaiser, Kevin M. J. (1996). "European Bankruptcy Laws: Implications for Corporations Facing Financial Distress". *Financial Management*. Vol. 25. n.º 3. p. 67-85.
- La Porta, Rafael; Florencio Lopez-de-Silanes; Andrei Shleifer; Robert W. Vishny (1998). "Law and Finance". *Journal of Political Economy*. Vol. 106. n.º 6. p. 1113-1155.
- Longhofer, Stanley D.; Peters, Stephen R. (2004). "Protection for Whom? Creditor Conflict and Bankruptcy". *American Law and Economics Review*. Vol. 6. n.º 2. p. 249-284.
- Mooradian, Robert M. (1994). "The Effect of Bankruptcy Protection on Investment: Chapter 11 as a Screening Device". *The Journal of Finance*. Vol. 49. n.º 4. p. 1403-1430.
- OECD, et al (2012). *SME Policy Index: Eastern Partner Countries 2012 : Progress in the Implementation of the Small Business Act for Europe*. OECD Publishing,
- Pindado, Julio; Rodrigues, Luis; de la Torre, Chabela (2008). "How do insolvency codes affect a firm's investment?". *International Review of Law and Economics*. Vol. 28. n.º 4. p. 227-238.
- Povel, P (1999). "Optimal 'soft' or 'tough' bankruptcy procedures". *Journal of Law, Economics, and Organization*. Vol. 15. n.º 3. p. 659-684.
- Purnanandam, Amiyatosh (2008). "Financial distress and corporate risk management: Theory and evidence". *Journal of Financial Economics*. Vol. 87. n.º 3. p. 706-739.

Ravid, S. Abraham; Sundgren, Stefan (1998). "The Comparative Efficiency of Small-Firm Bankruptcies: A Study of the US and Finnish Bankruptcy Codes". *Financial Management*. Vol. 27. n.º 4. p. 28-40.

Tarantino, Emanuele T. (2013). "Bankruptcy Law and Corporate Investment Decisions". *Journal of Banking & Finance*. Vol. 37 (7). p. 2490-2500.

Wang, Chien-Na (2006). "Law and Bankruptcy: An International Comparison of Liquidation and Reorganization".

Warner, Jerold B. (1977). "Bankruptcy Costs: Some Evidence". *The Journal of Finance*. Vol. 32. n.º 2. p. 337-347.

Weiss, Lawrence A. (1990). "Bankruptcy resolution: Direct costs and violation of priority of claims". *Journal of Financial Economics*. Vol. 27. n.º 2. p. 285-314.

White, Michelle J. (1989). "The Corporate Bankruptcy Decision". *The Journal of Economic Perspectives*. Vol. 3. n.º 2. p. 129-151.

Decretos-Lei e Leis:

Código de Insolvência e de Recuperação de Empresas, 2012, [consultado em 30 de outubro de 2012], Disponível em: http://www.lexis.pt/docs/CIRE-20_Abr_2012.pdf.

Title 11- Bankruptcy, [consultado em 30 de outubro de 2012], Disponível em: http://www.law.cornell.edu/uscode/pdf/lii_usc_TI_11.pdf

Decreto-Lei n.º132/93. D.R. I Série A 95, (23/4/1993), 1976, [consultado em 30 de outubro de 2012] Disponível em: <http://dre.pt/pdf1sdip/1993/04/095A00/19762005.pdf>

Decreto-Lei n.º 53/2004. D.R. I Série A 66, (18/3/2004), 1402, [consultado em 30 de outubro de 2012], Disponível em: http://www.dgpj.mj.pt/sections/leis-da-justica/pdf/dl-53-2004/downloadFile/file/DL_53_2004.pdf?nocache=1180531468.11

Lei n.º 16/2012. D.R. I Série 79, (20/4/2012), 2223, [consultado em 24 de novembro de 2012], Disponível em: http://www.dgpj.mj.pt/sections/noticias/alteracao-ao-codigo-da/downloadFile/file/L_16_2012.pdf?nocache=1334913342.38

Estatísticas:

Direção - Geral da Política de Justiça do Ministério da Justiça – Tribunais Judiciais 1ª instância, [consultado em 12 de fevereiro de 2013], Disponível em: <http://www.siej.dgpj.mj.pt/>.

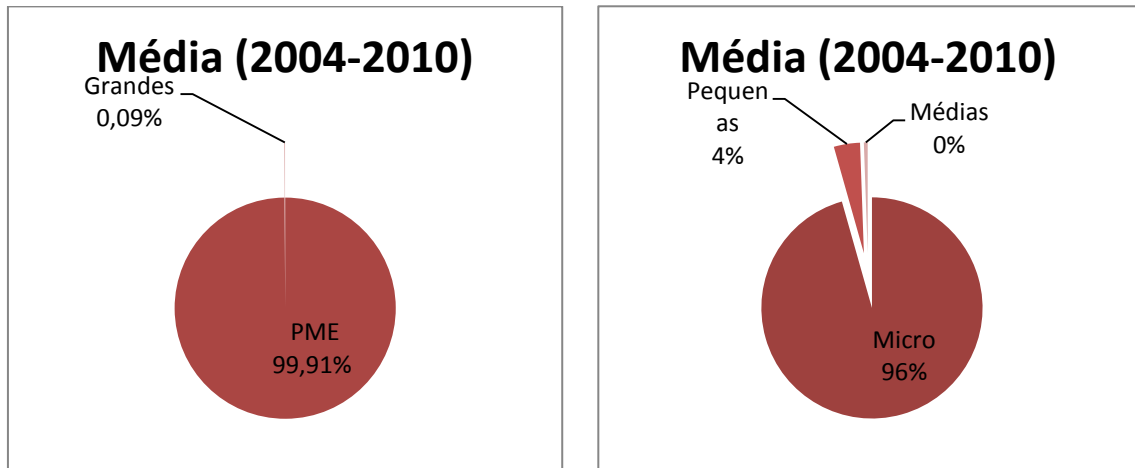
Bankruptcy Statistics , [consultado em 12 de fevereiro de 2013], Disponível em: <http://www.uscourts.gov>

Evolução do Setor Empresarial em Portugal 2004-2010, Instituto Nacional de Estatística, Estatísticas Oficiais, Edição 2012, [consultado em 20 de abril de 2013], Disponível em: http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_publicacoes&PUBLICACOESpub_boui=143262137&PUBLICACOESmodo=2&xlang=pt

The World Bank e International Finance Corporation, Doing Business (Measuring Business Regulations), [consultado em 27 de maio de 2013], Disponível em: <http://www.doingbusiness.org/>

Anexos

Anexo I - Constituição do tecido empresarial português



Fonte: Elaboração do próprio autor, com base nos dados consultados em “Evolução do Setor Empresarial em Portugal 2004-2010, Instituto Nacional de Estatística”

Como se intui o tecido empresarial português é constituído quase na sua totalidade por pequenas e médias empresas, sendo que apenas 0,09% do mesmo pertence as grandes empresas. Para além disso, dentro desse 99,91% que pertence às PME's é muito significativa a proporção de empresas que correspondem a microempresas.

Anexo II – Desvios da Regra da prioridade absoluta

Creditor Class	Chapter 11	US Distressed Exchanges
Secured	-4%	-7%
Unsecured	1%	-1%
Equity	3%	8%

Fonte: Franks *et al.* (1996)

Como se percebe os desvios apresentam valores, significativamente mais elevados para os acionistas (equity).

Anexo III – Estudos sobre custos diretos nos EUA

Custos diretos em situação de reorganização		
	Média	Mediana
White (1984)	3,40%	n/a
Lawless et al. (1994)	26,19%	13,72%
Custos diretos em situação de liquidação		
Stanley and Girth (1971)	24,90%	n/a
Ang et al. (1982)	7,50%	1,70%
White (1984) Chapter 7	21%	n/a
White (1984) Chapter 11	10%	n/a
Lawless et al. (1994)	69,08%	98,75%

Fonte: Ravid e Sundgren (1998)

Anexo IV – Duração dos Processos de Insolvência em Portugal, por trimestres (2007-2012)

Duração dos processos de Insolvência						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1º Trimestre	41	39	50	45	31	35
2º Trimestre	42	37	40	47	29	28
3º Trimestre	41	39	49	44	28	31
4º Trimestre	39	47	37	35	28	22
Média Anual (em dias)	41	41	44	43	29	29
Média em anos	3,4	3,4	3,7	3,6	2,4	2,4

Fonte: Elaboração do próprio autor, com base nos dados consultados em Boletins de Informação Estatística Trimestral - Estatísticas trimestrais sobre processos de falência, insolvência e recuperação de empresas (2011-2012).

Anexo V – Duração média dos Processos de Insolvência nos EUA (2011-2012), em anos

	2011	2012	Média
<i>Chapter 7</i>	0,4	0,6	0,5
<i>Chapter 11</i>	1,2	1,5	1,4

Fonte: Elaboração do próprio autor, com base nos dados consultados em <http://www.uscourts.gov>