



UNIVERSIDADE DE  
COIMBRA



Hugo César do Amaral Simões

**O 'NOVO' DIREITO DA INSOLVÊNCIA  
PORTUGUÊS: A CONCORRÊNCIA ENTRE A  
RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS E A  
SATISFAÇÃO DE CRÉDITO DOS CREDORES**

Dissertação no âmbito do 2º Ciclo de Estudos em Direito  
(conducente ao grau de Mestre), com área de especialização em  
Ciências Jurídico-Empresariais com menção em Direito  
Empresarial, orientada pelo Professor Doutor Alexandre Miguel  
Cardoso Soveral Martins e apresentada à Faculdade de Direito da  
Universidade de Coimbra.

Dezembro de 2018



UNIVERSIDADE D  
COIMBRA

FACULDADE  
DE  
DIREITO

HUGO CÉZAR DO AMARAL SIMÕES

**O 'NOVO' DIREITO DA INSOLVÊNCIA PORTUGUÊS: A  
CONCORRÊNCIA ENTRE A RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS E A  
SATISFAÇÃO DE CRÉDITO DOS CREDORES**

**THE “NEW” PORTUGUESE INSOLVENCY LAW: THE  
COMPETITION BETWEEN THE GOING-CONCERN VALUE AND THE  
CREDITORS SATISFACTION CLAIM**

Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra no âmbito do 2.º Ciclo de Estudos em Direito (conducente ao grau de Mestre), na Área de Especialização em Ciências Jurídico-Empresariais com menção em Direito Empresarial.

Orientador: Professor Doutor Alexandre Miguel Cardoso Soveral Martins.

**COIMBRA  
2018**

## RESUMO

O Direito da Insolvência apresenta uma forte instabilidade em sua finalidade, desde a sua primeira tipificação no ordenamento jurídico português até a contemporaneidade, o que pode ser demonstrado com a superação de paradigmas finalísticos. Essa flutuação está relacionada com o mercado econômico, que ao passar por crises demanda mudanças no âmbito da insolvência, e uma delas foi o advento da recuperação das empresas. O protagonismo adquirido pela necessidade de manutenção das empresas problemáticas se tornou a pedra angular da insolvência, não só na jurisdição portuguesa, mas também na maioria dos países ocidentais, comprovadamente admitido pelo Parlamento Europeu como uma de suas principais preocupações. Ampliaram-se as finalidades do Direito da Insolvência e conscientizou-se que o processo de insolvência, ao regular estritamente a situação econômica já deteriorada, não tem aptidão para realizar satisfatoriamente os direitos de crédito, de modo que se altera nem tanto resolver a insolvência, mas sim para prevenir de se chegar até lá através de instrumentos de reestruturação preventivos. Entretanto, sob forte influência norte-americana, a qual possui relevância em muitas alternâncias na finalidade da insolvência portuguesa, as políticas neoliberais buscam recuperar as empresas através da privatização da insolvência e essa tendência já apresenta pequenas aberturas no ordenamento jurídico português. Ainda que seus benefícios sejam incontestáveis é necessário estabelecer limites sobre eventuais abusos que, inevitavelmente, as partes estarão ameaçadas a sofrer.

**PALAVRAS-CHAVE:** Evolução da insolvência portuguesa; recuperação de empresas; contratualização da insolvência; pré-Insolvência; abusos e limites.

## ABSTRACT

Insolvency Law presents a strong instability in its purpose, ever since its first typification in the Portuguese legal order until its contemporaneity, which can be demonstrated with the overcoming of finalistic paradigms. This fluctuation is related to the economic market, that, when facing crisis, demands changes in the scope of insolvency, and one of those changes was the advent of company recovery. The leading role acquired by the maintenance necessity of problematic companies became the keystone, not only in Portuguese jurisdiction, but in the majority of western countries, proven acknowledged by the European Parliament as one of its main concerns. The purpose of Insolvency Law expanded, and it has become conscious that the insolvency process, by strictly regulating an already deteriorated economic situation, doesn't have aptitude to satisfactorily accomplish the rights of credit, in a way that alters not so much to resolve the insolvency, but to prevent the company to get there, through preventive restructuration instruments. However, under strong north American influence, which has relevance in many rotations in the purpose of Portuguese insolvency, the neoliberal policies seek to recover the companies through insolvency's privatization and this tendency already presents small openings in the Portuguese legal order. Although its benefits are incontestable, it's necessary to establish limits over eventual abuses that, inevitably, the parties will be threatened to suffer.

**KEYWORDS:** Evolution of Portuguese insolvency; business recovery; contractualisation of insolvency; pre-insolvency; abuses and limits.

## **ABREVIATURAS E SIGLAS**

Ac – Acordão

a.C. – antes de Cristo

art. – Artigo

BC – *Bankruptcy Code*

BCE – Banco Central Europeu

CA 2006 – *Companies Act 2006*

CDS – *Credit-Default-Swap*

CE – Comunidade Europeia

Cf. – Confira

CIRE – Código de Insolvência e da Recuperação de Empresas

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

DDS – *Debt-Default-Swap*

DIP – *Debtor-In-Possession*

DL – Decreto-Lei

ed. – Edição

EMRE – Estatuto do Mediador de Recuperação Extrajudicial

EUA – Estados Unidos da América

FMI – Fundo Monetário Internacional

IAPMEI – Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas

*ibidem* – mesma autor e mesma obra

*insO* – *Insolvenzordnung*

LC – *Ley Concursal*

n. – número

*Op. Cit.* – *Opus Citatum*

p. – página

PEAP - Processo Especial de Acordo para Pagamento

PEC – Procedimento Extrajudicial de Conciliação

PER – Processo Especial de Revitalização

PIB – Produto Interno Bruto

PME – Pequenas e Médias Empresas

RERE – Regime Extrajudicial de Recuperação de Empresas

RJCCC – Regime Jurídico de Conversão de Créditos em Capital

ROC – Revisor Oficial de Contas

SIREVE – Sistema de Recuperação por Via Extrajudicial

ss. – seguintes

UE – União Europeia

UMC – União de Mercado de Capitais

vol. – Volume

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	9
<b>1 A EVOLUÇÃO DO DIREITO DA INSOLVÊNCIA PORTUGUÊS</b> .....	11
1.1 A INSOLVÊNCIA NO ORDENAMENTO JURÍDICO PORTUGUÊS.....	11
1.1.1 O sistema falência-liquidação .....	14
1.1.2 O sistema falência-saneamento.....	17
1.1.3 Regresso ao sistema falência-liquidação .....	20
1.1.4 Novo paradigma da recuperação das empresas ou lei para inglês ver? ...	23
1.2 AS RECENTES ORIENTAÇÕES DA UNIÃO EUROPEIA .....	29
<b>2 A INFLUÊNCIA DAS CRISES: DA CONCEPÇÃO DA PRESERVAÇÃO DE EMPRESAS ÀS MUDANÇAS DA FINALIDADE DA INSOLVÊNCIA</b> .....	32
2.1 A CRISE DAS RAILROADS E A CONCEPÇÃO DA PRESERVAÇÃO DAS EMPRESAS .....	33
2.2 O SURGIMENTO DO CHAPTER 11 .....	36
2.3 A ÚLTIMA GRANDE CRISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DE 2007/2008	
40	
2.3.1 A complexidade da estrutura de dívida das empresas pós-crise.....	40
2.3.2 A inexistência de instrumentos recuperatórios .....	43
2.3.3 As soluções do Parlamento Europeu e a pré-insolvência enquanto prioridade.....	44
<b>3 A PROBLEMATIZAÇÃO DA INSOLVÊNCIA</b> .....	49
3.1 ANÁLISE TEÓRICA DA INSOLVÊNCIA.....	49
3.1.1 A maximização do direito dos credores e a teoria de barganha entre credores de Jackson .....	50
3.1.2 Visão eclética ou múltiplos valores de Warren.....	56
3.2 OS NOVOS DESAFIOS DA INSOLVÊNCIA .....	59

3.2.1 Comparativo ao Direito Societário .....	60
3.2.2 A ausência do ecossistema jurisdicional na contratualização da insolvência .....	65
<b>3.3 A MUDANÇA NA FINALIDADE PERSEGUIDA PELA INSOLVÊNCIA</b> 69	
3.3.1 A finalidade do Direito da Insolvência Português .....	71
3.3.2 A diferença na finalidade do Direito da Insolvência inglês e norte- americano .....	72
<b>4 A REESTRUTURAÇÃO PREVENTIVA DAS EMPRESAS</b> .....	75
4.1 PROCEDIMENTO INFORMAL.....	79
4.1.1 O regime extrajudicial de recuperação de empresas português (RERE) .	81
4.2 PROCEDIMENTO HÍBRIDO .....	89
4.2.1 <i>Pre-packaged procedures</i> .....	91
4.3. PROCEDIMENTOS FORMAIS.....	92
4.3.1 Processo Especial de Revitalização (PER) .....	95
<b>CONCLUSÃO</b> .....	102
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	106
<b>LISTA DE LEGISLAÇÕES, NORMAS, DOCUMENTOS E</b> <b>JURISPRUDÊNCIAS REFERENCIADOS</b> .....	111

## INTRODUÇÃO

É indubitável que as crises econômicas atingem de forma feroz a iniciativa privada. Basta olhar os reflexos das crises do *railroads*, de 1929 e do *subprime* nas empresas para notar o temor que estas sentem ao pensar que pode ocorrer o pior: a insolvência. Sem esquecer, é claro, dos efeitos que esse processo traz consigo, tais como o desemprego e a escassez de bens e serviços necessários. Diante disso, mesmo que no princípio o Direito da Insolvência fosse considerado (e talvez ainda seja) um ramo de esfera privada, certamente os seus fins, de forma genuína, precisariam voltar a atenção para os problemas sociais.

Hoje, evitar a insolvência transcende o caráter estritamente econômico e passa a abarcar ações preventivas, que possibilitem às empresas a quitação de suas dívidas sem que, para isso, necessitem contrair novas dívidas e acabem quebrando. Isto porque, acredita-se que as elas passam por verdadeiras provações em tempos de crises, e até as mais fortes por vezes não sobrevivem. Agir preventivamente significa que o dano é previsível, logo não se deve aguardar a crise chegar para se pensar em meios para ultrapassá-la. Contudo, muitas transformações normativas ocorrem nesse ambiente hostil, e é sobre elas que o presente trabalho vai caminhar.

Este estudo irá demonstrar que o Direito da Insolvência sofreu mudanças em sua centralidade. Dentre elas, tocar-se-á na questão da centralização dos métodos preventivos, na ampliação da finalidade da insolvência e investigar-se-á as formas de limitar os abusos decorrentes da liberdade contratual para a qual o Direito da Insolvência encaminha-se.

Considerando que a insolvência em Portugal também sofreu modificações, influenciadas por normas que advieram dos Estados Unidos, o Estado português acabou por adotar métodos de reestruturação preventiva, o que suscitou o interesse de investigar se, nesse país, a recuperação das empresas tornou-se uma finalidade que se equipara à satisfação do direito ao crédito dos credores, questão essa que se tentará responder ao final. Para tanto entendeu-se necessário perpassar por temáticas relevantes que, em conjunto, auxiliarão a persecução dos objetivos.

No primeiro capítulo, será demonstrada a evolução do Direito da Insolvência em Portugal, que em um primeiro momento configurava-se enquanto um sistema que não

dispunha de meios alternativos à liquidação. Perpassando pelos instrumentos normativos, serão apontadas as transformações da finalidade da insolvência que serão divididas em três fases: falência-liquidação, falência-saneamento e regresso ao sistema de falência liquidação.

Todavia, não se deixará de observar a tendência atual de evolução dentro da qual se encontram iniciativas da União Europeia que visam uniformizar as legislações dos Estados-membros para, dentre outros motivos, facilitar aos investidores a avaliação do risco de crédito, além de caminhar para a incorporação da reestruturação preventiva.

Já no segundo capítulo será estabelecida a relação de influência que as crises têm sobre o Direito da Insolvência. Está abordagem terá início no comento da crise das *railroads*, a qual teve em seu âmago a concepção da ideia de recuperação das empresas em solo estadunidense. Ademais, será estabelecida uma relação entre as alterações que ocorreram no ordenamento jurídico da insolvência norte-americano e o movimento pendular que a insolvência portuguesa fez. Na terceira parte deste capítulo será comentada a crise do *subprime* e os seus efeitos, e com o fim de remediá-los, serão trazidas as soluções que o Parlamento Europeu encontrou para tanto.

Passar-se-á, no terceiro capítulo, à abordagem dos desafios que se apresentam no âmbito da insolvência, e ainda serão tratadas duas teorias: a teoria da barganha de Jackson, em que ele realiza uma análise econômica da insolvência, e a teoria de Elizabeth Warren, denominada de múltiplos valores ou eclética, em que a autora insere valores não apenas econômicos à insolvência. Após sair desta análise empírica, partir-se-á para a análise pragmática do Direito da Insolvência em que se desenha uma contratualização da insolvência, para que, ao fim, responda-se se houve ou não a ampliação da sua finalidade.

Para encerrar o trabalho, no quarto e último capítulo será comentada a reestruturação preventiva – ponto chave do estudo – em que se discorrerá acerca dos seus aspectos gerais até alcançar o que dispõe o ordenamento jurídico português, perpassando pela exposição dos instrumentos híbridos, procedimentos informais e procedimentos formais.

## 1 A EVOLUÇÃO DO DIREITO DA INSOLVÊNCIA PORTUGUÊS<sup>1</sup>

O atual processo de insolvência português atravessou diversos momentos até chegar ao que hoje está normatizado no Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (CIRE). Considera-se que o caminho seguido é importante para demonstrar a íntima ligação entre as mudanças no Direito da Insolvência com as necessidades econômicas e mercadológicas.

Acompanhar a sua evolução é precípua para alcançar a importância que a recuperação de empresas apresenta na atualidade, uma vez que tem buscado convergir interesses públicos, nomeadamente a preservação de empregos, o risco de prejuízos ao mercado devido à cessação da atividade empresarial e a paz social, mas sem perder de vista os interesses privados, representados pela finalidade principal da insolvência, qual seja a satisfação igualitária do interesse de crédito dos credores.

Assim, a procura por meios que priorizem a recuperação de empresas tem adquirido cada vez mais importância, e será um dos objetos principais de análise do presente trabalho. Mas, para que se chegue até lá, a conscientização só é possível com o destaque para a relevância e centralidade que a recuperação logrou no âmbito do direito da insolvência.

### 1.1 A INSOLVÊNCIA NO ORDENAMENTO JURÍDICO PORTUGUÊS

A insolvência portuguesa, assim como a maioria dos países ocidentais, remonta sua origem ao direito romano, mais especificamente à parte em que trata da execução por dívidas<sup>2</sup>. Provém da época em que as pretensões do credor eram realizadas pela suas próprias mãos, o que produzia efeitos contra a pessoa do devedor e não exclusivamente sobre o seu patrimônio<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Não se tem enquanto objetivo exaurir todos os acontecimentos históricos que marcam o Direito da Insolvência, sendo assim, dar-se-á preferência àqueles que tiveram uma importância significativa para a modelação da insolvência contemporânea.

<sup>2</sup> CORDEIRO, António Menezes. *Perspectivas evolutivas do Direito da Insolvência*. Editora Almedina, Coimbra, 2013, p. 24.

<sup>3</sup> SERRA, Catarina. *A Falência no quadro da tutela jurisdicional dos Direitos de Crédito: O problema da natureza do processo de liquidação aplicável à insolvência no Direito Português*. Coimbra Editora, Coimbra, 2009, p. 25.

O que importa destacar deste período é o instrumento da *cessio bonorum* datado em 17 a. C., por meio do qual, em síntese, o devedor poderia tentar uma moratória ou a redução geral de suas dívidas e, caso persistisse o indébito, ele voluntariamente entregaria seus bens aos credores sem precisar que o tribunal os retirasse. Seu surgimento possui razões humanitárias e sociais, já que possibilitava uma atenuação dos efeitos dolorosos de uma insolvência sujeita aos devedores (aprisionamento e infâmia pessoal)<sup>4</sup>.

A *cessio bonorum* apelava a valores que, devido ao ritmo acelerado do desenvolvimento econômico, foram dissolvidos. Valores como a dignidade, integridade e a honestidade eram determinantes e culminavam na tentativa de negociar dos credores, mostrando que nem todos os devedores eram desonestos e alguns queriam preservar a sua reputação. Por outro lado, a aceitação dos credores em renegociar era um sinal de que simpatizavam com o devedor e que estavam dispostos a deixá-lo ter uma saída digna, o que demonstrava confiança e cooperação de ambos os lados<sup>5</sup>.

A referência ao *cessio bonorum* constata que os instrumentos alternativos à liquidação dos ativos não são, necessariamente, inovações dos tempos modernos. Antes já houve uma busca por meios alternativos para lidar com o risco da inadimplência, alternativas à execução individual e ao dramático processo de insolvência<sup>6</sup>. Pode-se dizer que instituto em comento demonstrava uma embrionária concepção de métodos para negociar as dívidas existentes entre credores e devedores, ainda que a sua utilização esteja estritamente disponível à vontade dos credores.

A motivação que levou a criação deste instrumento é completamente diferente do que ocorre nos dias de hoje, haja vista que, naquela época, a utilização de meios alternativos à liquidação tinha razões humanitárias intrínsecas a pessoa do devedor, que poderia ser preso, escravizado ou até mesmo esquartejado<sup>7</sup>.

---

<sup>4</sup> SERRA, Catarina. Back to Basics: The Role of the Core Principles of Law in the Clarification and Harmonisation of Preventive Restructuring Frameworks. In: GANT, Jennifer L.L. (Ed.). *Harmonisation of European Insolvency Law*. INSOL-Europe, Nottingham, 2017, pp. 187-201, p. 187. Disponível em: <[http://irep.ntu.ac.uk/id/eprint/31980/1/9424\\_Gant.pdf](http://irep.ntu.ac.uk/id/eprint/31980/1/9424_Gant.pdf)>. Acesso em: 10, out., 2018.

<sup>5</sup> *Ibidem*, p. 189 e ss.

<sup>6</sup> *Ibidem*, p. 189 e ss.

<sup>7</sup> CORDEIRO, António Menezes. *Perspectivas evolutivas...*, *Op. cit.*, p. 24.

No ordenamento jurídico português, a caminhada da insolvência até ao alcance do que se supõe ser um instituto autónomo<sup>8</sup>, centrado nas recuperações das empresas, foi longa e em vários momentos o processo de insolvência foi confundido com o processo de execução, ainda que ambos objetivem a realização do direito ao crédito dos credores, o processo de insolvência vai além das pretensões objetivadas pelo processo de execução.

Conforme preleciona Catarina Serra<sup>9</sup>, os exequentes utilizam o processo de execução quando, em face do incumprimento, pretendam obter a realização coerciva do seu direito e não encontram razões para duvidar do acolhimento da sua pretensão. Diferentemente disso, o direito da insolvência é utilizado quando não há o cumprimento de um crédito e apenas quando é sensível o risco de não satisfazer esse direito, evitar o *'race to the assets'* do devedor que advém do risco existente em não ter a sua pretensão atendida.

Entretanto, com a modernidade, o processo de insolvência se distancia gradativamente de um instituto puramente repressivo que objetiva pagar os credores e punir os devedores, haja vista que a sua dimensão foi ampliada, sendo impossível não observar as variedades de interesses contidos na quebra de uma empresa.

Reduzir a finalidade da insolvência ao estrito interesse privado dos credores transparece uma visão muito simplória da complexidade que hoje representa a insolvência. Após séculos de existência e depois da superação de inúmeras crises económico-financeiras, algumas lições puderam ser aprendidas, destaque para aquilo que representa um importante avanço, a consolidação da recuperação das empresas como um dos pilares que sustentam a estrutura do direito da insolvência.

Com essa superação, outros avanços puderam ser feitos, e cada vez mais o direito da insolvência é composto por normas orientadas a prevenir a insolvência, e não depende da lesão ou previsão de incumprimento ao crédito para ser tutelada.

---

<sup>8</sup> De acordo com Catarina Serra, esta autonomia científica ainda é discutível, visto que a independência legislativa não significa autonomia científica, entretanto nenhum ramo jurídico possui autonomia plena, e nem importa saber se ele é um ramo do direito autossuficiente ou autossustentado, mas sim se ele é coerente e unitário, se existe um grupo de situações unificado por um padrão ou uma série de padrões que sejam comuns e distintivos de uma disciplina, por isso a questão deve ser relativizada. Cf. SERRA, Catarina. *Lições de Direito da Insolvência*. Editora Almedina, Coimbra, 2018, p. 18 e 19.

<sup>9</sup> SERRA, Catarina. *A Falência no quadro da tutela...* *Op. cit.*, p. 178.

Para chegar à fase atual, na qual a recuperação das empresas assume um papel primordial em paralelo à satisfação dos credores, o direito da insolvência teve de superar paradigmas e tal superação é precípua para compreender os motivos que levaram ao incentivo aos mecanismos de recuperação das empresas e o enfoque ao âmbito do “risco da insolvência”, “da probabilidade de insolvência” ou, ao mais comum, “da pré-insolvência”.

### 1.1.1 O sistema falência-liquidação

A insolvência portuguesa tem origem nas ordenações do reino, as quais não instituíam um verdadeiro sistema falimentar<sup>10</sup>, mas apresentavam os primeiros indícios sobre incumprimento dos contratos. As ordenações Afonsinas ofereciam previsões esparsas acerca da prisão por dívidas, bem como da possibilidade de o devedor de boa-fé livrar-se dela mediante a cessão dos seus bens (herança da *cessio bonorum*). Admitia-se, ainda, que os credores concedessem ao devedor em dificuldade um espaço de cinco anos para pagar as dívidas, no final do prazo, caso não cumprissem com o dever assumido, seriam presos<sup>11</sup>.

Através das Ordenações Filipinas datadas em 1507 a denominação ‘quebra’, anteriormente introduzida pelas Ordenações Manuelinas, teve o seu significado repartido em quebra do devedor e quebra dos mercadores. Os mercadores que quebrassem seriam vistos pelo público como ladrões e, então, castigados com as mesmas penas<sup>12</sup>. Daí denota-se o enraizamento nas leis romanas que até então ressoavam sobre as leis nacionais, e Portugal detinha um forte preconceito sobre a pessoa do devedor.

É válido ressaltar que nas ordenações supracitadas fazia-se a distinção entre insolvência culposa ou fraudulenta e a insolvência sem culpa ou fortuita, nesta aqueles que caíssem em pobreza sem culpa, ou seja, por casos fortuitos, não incorreriam em pena pois possibilitavam a esses ter uma conversa com seus credores a fim de compor a dívida<sup>13</sup>.

---

<sup>10</sup> CORDEIRO, António Menezes. *Perspectivas evolutivas...*, *Op. cit.*, p. 27.

<sup>11</sup> KALIL, Marcus Vinicius Alcântara. A evolução das falências e insolvências no Direito português. *In: Revista de Direito Comercial*. Edição de 2017, pp. 338-384, p. 340. Disponível em: <<https://www.revistadedireitocomercial.com/a-evolucao-das-falencias-e-insolvencias-no-direito-portugues>>. Acesso em: 17, ago., 2018.

<sup>12</sup> *Ibidem*, p. 341.

<sup>13</sup> Cf. CORDEIRO, António Menezes. *Perspectivas evolutivas...*, *Op. cit.*, p. 27. e Cf. KALIL, Marcus Vinicius Alcântara. *Op. cit.*, p. 341.

Pode-se dizer que este tenha sido o primeiro esboço acerca da recuperação do devedor, no qual a intenção era determinante para definir a possibilidade de recuperação<sup>14</sup>, assim como as denominadas *indúcias moratórias*, que eram oferecidas ao devedor por meio das Ordenações Afonsinas e que permaneceram nas ordenações seguintes<sup>15</sup>. Contudo, na maioria dos casos, as quebras acabavam por resultar em liquidação, visto que era exceção quando se caracterizava um devedor sem culpa.

Até aquele momento, o ordenamento jurídico português ainda não possuía nenhuma ferramenta que efetivamente apresentasse a recuperação dos comerciantes enquanto opção em detrimento da liquidação. Então, foi apenas com o primeiro Código que isso pôde ser observado, e que marca a passagem do direito da insolvência, em que deixa de ser uma matéria tratada de forma espaçada, para um instituto sistemático ou global<sup>16</sup>.

O primeiro Código, denominado Código Ferreira Borges, trouxe uma importante novidade para a recuperação dos “quebrados”, segundo a qual estes poderiam evitar a liquidação do seu ativo com a aprovação de uma concordata, caso a maioria de dois terços dos credores aceitassem tal condição, bem como aqueles também poderiam utilizar as moratórias<sup>17</sup>.

O regime da falência foi alocado na qualidade de uma *longa manus* do Código Comercial e destinava-se exclusivamente aos comerciantes, já os não comerciantes ficavam sujeitos ao regime da insolvência<sup>18</sup>. O critério que distinguia cada regime era restritamente subjetivo, logo é impossível não lembrar e comparar com o que recentemente foi feito entre Processo Especial de Revitalização (PER) e Processo Especial de Acordo para Pagamentos (PEAP), os quais serão abordados adiante, mas o destaque é importante para compreender que as mudanças não são tão inovadoras quanto parecem.

Apesar de ser um meio alternativo para a liquidação das empresas, a utilização de concordatas não foi bem recebida no mercado e muitos credores utilizaram-nas para gerar

---

<sup>14</sup> CORDEIRO, António Menezes. Introdução ao Direito da Insolvência, *in*: TELES, Inocêncio Galvão. *Revista O Direito*, Ano 137º, Vol. III, 2005, p. 474.

<sup>15</sup> KALIL, Marcus Vinicius Alcântara. *Op.cit.*, p. 342.

<sup>16</sup> *Ibidem*, p. 343.

<sup>17</sup> MACHADO, José Manuel Gonçalves. *O Dever de Renegociar no Âmbito Pré-Insolvencial: Estudo comparativo sobre os principais mecanismos de recuperação de empresas*. Editora Almedina, Coimbra, 2017, p. 34 e ss.

<sup>18</sup> KALIL, Marcus Vinicius Alcântara. *Op. cit.*, p. 344.

situações abusivas em detrimento do devedor e de outros credores. Os levantamentos feitos por José Manuel Machado<sup>19</sup>, além de demonstrarem essa questão, comprovam a total ineficiência existente no processo de falência.

A publicação do Diário do Governo nº 228 de 1931, citada pelo referido autor, expõe essa ineficiência o trazer o resultado de alguns processos de insolvência. Em nenhum deles o credor conseguiu reaver todos os créditos devidos, em alguns os credores nada receberam e a duração do processo perdurou por no mínimo dois anos e meio até o máximo de seis anos<sup>20</sup>.

Apesar de não conseguirem receber o montante devido, os credores utilizavam ardilosamente as concordatas e ficavam com boa parte do patrimônio do devedor, uma vez que a verificação de créditos era feita após a celebração das concordatas, a inserção de créditos fictícios era facilitada e muitos credores utilizavam-na para fins distintos daqueles aos quais foram instituídas<sup>21</sup>.

Sem falar que, desta forma, os credores imorais feriam, principalmente, o princípio da igualdade no tratamento entre credores, pois muitos deles viam seus créditos sucumbirem junto com a empresa devedora, que após ser extorquida, não possuía qualquer viabilidade em recuperar-se.

Embora fossem mal utilizadas, as concordatas trouxeram inovações para o Direito Falimentar e contribuíram para aliviar a liquidação imediata dos comerciantes não fraudulentos, assim alguns requisitos passaram a ser exigidos como forma de evitar a utilização do instituto para ganhar tempo e evitar os abusos supramencionados<sup>22</sup>.

A concordata permitia que devedores comerciantes não fraudulentos pudessem renegociar a sua dívida por meio da celebração de um acordo com os legítimos credores, o que impossibilitava o prosseguimento de execuções e permitia um *breathing space* para os devedores adimplirem com o que estava em débito.

Após um longo período, o Código de Processo Civil de 1939 estabeleceu um marco no percurso evolutivo da insolvência, pois reuniu em seu texto as disciplinas de falência e

---

<sup>19</sup> MACHADO, José Manuel Gonçalves. *O Dever de Renegociar...*, *Op. cit.*, p. 36.

<sup>20</sup> MACHADO, José Manuel Gonçalves. *O Dever de Renegociar...*, *Op. cit.*, p. 36.

<sup>21</sup> *Ibidem*, p. 36.

<sup>22</sup> *Ibidem*, p. 37.

insolvência civil, revogando os códigos anteriores e sistematizando o regime da insolvência<sup>23</sup>.

O caminho percorrido pela insolvência até aqui seguia as necessidades do mercado e priorizava a liquidação da empresa como meio de satisfazer os créditos dos credores. O único instrumento alternativo à liquidação não continha os fundamentos necessários para sustentá-lo enquanto um instrumento recuperatório e a sua existência correspondia ao legado deixado pelo Direito romano (*cessio bonorum*).

Entretanto, outros cenários foram se apresentando e a liquidação consubstanciada no estrito interesse dos credores foi perdendo força. Outros interesses, designadamente aqueles de cunho social, foram ascendendo, de modo que a ideia de saneamento das empresas em crise cresceu de tal maneira que permitiu a consideração dos altos custos sociais e econômicos gerados pela quebra das empresas.

### 1.1.2 O sistema falência-saneamento

Em 1961 o Código de Processo Civil inaugurou o que boa parte da doutrina denomina de passagem do sistema de falência-liquidação das empresas para o sistema de falência-saneamento das empresas, fortemente caracterizado pela inversão de prioridades, que agora procuram exaustivamente a recuperação das empresas<sup>24</sup>.

Priorizaram-se os meios preventivos de declaração de falência, designando que os comerciantes que estivessem impossibilitados de cumprir suas obrigações comerciais deveriam, antes de cessar o pagamento, apresentarem-se ao tribunal competente para convocar seus credores e tentar realizar uma eventual concordata ou um acordo de credores. Entretanto, na prática o instituto da insolvência geral (tanto falência como insolvência civil) ainda permanecia com a ideia de satisfação dos credores mediante liquidação total do patrimônio do devedor o que, conseqüentemente, destruía a atividade econômica existente<sup>25</sup>.

---

<sup>23</sup> KALIL, Marcus Vinicius Alcântara. *Op. cit.* p. 358.

<sup>24</sup> KALIL, Marcus Vinicius Alcântara. *Op. cit.* p. 359.

<sup>25</sup> *Ibidem*, p. 365.

Foi então que uma série de medidas foram instituídas com o objetivo de sanear o financiamento das empresas em crise, desde a possibilidade de as empresas em dificuldade requererem ao Governo a declaração de empresa em situação de crise econômica para fins de dispensa de determinadas obrigações laborais até contratos de viabilização a serem celebrados entre instituições de crédito nacional e empresas em dificuldades. Criaram-se também estatais encarregadas de recuperar empresas privadas em dificuldade, mas economicamente viáveis<sup>26</sup>.

No período de 1974, a preocupação do Estado português em relação às empresas e, principalmente, à forma com que elas contribuíam para o desenvolvimento econômico do país era tão determinante que o Estado poderia intervir na administração delas com o fim de evitar qualquer conturbação para o bom funcionamento do mercado. Assim sendo, poderia propor ajuda financeira e qualquer outra medida necessária para evitar a liquidação da empresa<sup>27</sup>.

Entretanto, mesmo que priorizasse a recuperação, o modelo descrito não apoiava a continuidade das empresas, visto que promovia uma verdadeira estatização das mesmas, o que levou o Estado a restringir o seu campo de intervenção, restando apenas a opção pela ajuda financeira<sup>28</sup>.

Já em 1986, o Decreto-Lei nº. 177/86<sup>29</sup>, promulgado em 2 de julho, instituiu o processo especial de recuperação que, posteriormente, foi unificado ao processo de falência com a aprovação do Código dos Processos Especiais de Recuperação da Empresa e de Falência (CPEREF).

Apesar de estarem contidos dois processos que tinham como pressupostos comuns a insolvência do devedor, o primado da recuperação configurou-se enquanto o cerne daquele Código, o que poderia ser constatado com a leitura do artigo 1º, nº 2: “só deve ser decretada a falência da empresa insolvente quando ela se mostre economicamente inviável ou se não considere possível, em face das circunstâncias, a sua recuperação económica”<sup>30</sup>.

---

<sup>26</sup> KALIL, Marcus Vinicius Alcântara. *Op. cit.* p. 366.

<sup>27</sup> MACHADO, José Manuel Gonçalves. *O Dever de Renegociar...*, *Op. cit.*, p. 40.

<sup>28</sup> *Ibidem*, p. 40.

<sup>29</sup> PORTUGAL. Decreto-Lei nº 177/86, de 2 de julho de 1986. *Diário da República*, 1ª série, n. 149. Lisboa, 2 jul. 1986.

<sup>30</sup> *Ibidem*.

Até 1993, o regime era composto de dois processos especiais aplicáveis aos sujeitos insolventes: o processo de falência e o processo de recuperação de empresa, respectivamente consignados nas regras do Código de Processo Civil de 1961 e CPEREF<sup>31</sup>. Naquele ano o CPEREF foi editado e o Decreto-Lei 132/93<sup>32</sup> aprovado, reunificando a disciplina falimentar em um único diploma, abolindo a distinção, ainda existente, entre falência e insolvência e alterando a sua dicotomia de comerciantes/não-comerciantes para empresas/não-empresas, determinante para definir qual seria ou não admitida para requerer o processo de recuperação<sup>33</sup>.

Ainda que o principal objetivo do legislador, ao promulgar a lei supramencionada, fosse a recuperação de empresas, isso não poderia ser alcançado sem a colaboração dos credores, os quais tinham em suas mãos o destino das empresas devedoras, que quando estão em dificuldades não se recuperam pela simples natureza das coisas. Logo, o apoio dos credores é imprescindível, bem como a recuperação só teria justificação plena quando realmente considerasse que a empresa é uma unidade economicamente viável<sup>34</sup>.

Em verdade, o que se pretendia era a identificação da dificuldade (*distress*) que a empresa a ser reestruturada estava enfrentando para verificar a recuperabilidade das empresas, visto que apenas as viáveis eram (e continuar a ser) passíveis de reestruturar-se. É comum fazer uma distinção entre dificuldades econômicas (*economic distress*) e dificuldades financeiras (*financial distress*) e a partir da identificação da dificuldade de cada empresa é que se poderá identificar qual estará apta ou não a participar de uma reorganização.

Os *economic distress* implicam que o plano de negócios da empresa não está funcionando, ou seja, o modelo econômico no qual a empresa está inserida sofre de algumas falhas e isso é demasiado grave, pois dificilmente poderá ser recuperada. Isto porque a empresa sofre de ineficiências operacionais e não teria ligação direta com falta de liquidez<sup>35</sup>.

---

<sup>31</sup> SERRA, Catarina. *Lições de Direito...*, *Op. cit.*, p. 27.

<sup>32</sup> PORTUGAL. Decreto-Lei nº 132, de 23 de abril de 1993. *Diário da República*, 1ª série A, n. 95. Lisboa, 23 abr. 1993.

<sup>33</sup> KALIL, Marcus Vinicius Alcântara. *Op. cit.*, p. 370.

<sup>34</sup> SERRA, Catarina. *Lições de Direito...*, *Op. cit.*, p. 27.

<sup>35</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo. *Manual de Corporate Finance*. Editora Almedina, Coimbra, 2015, p. 294.

Já as empresas que passam por *financial distress*, isso implica que há algum tipo de iliquidez, de modo que empresa não pode liquidar o seu passivo. Tal vedação pode decorrer do deslocamento de curto prazo das condições mercadológicas, tal qual as flutuações nos casos de negociações que envolvem câmbios<sup>36</sup>. Deste modo, apenas os compromissos com seus credores não são cumpridos ou são cumpridos com dificuldade.

Uma empresa em dificuldade financeira pode ter ativos operacionais e uma empresa não endividada pode enfrentar situações de crise econômica, mas nunca sofrer de *distress* financeiro por não ter dívida na sua estrutura de capital. Portanto, não há uma relação causal entre a situação de insolvência real ou iminente e a deterioração da rentabilidade da empresa, o que revela que as insolvências são causadas por custos associados ao *financial distress* e não ao *economic distress*<sup>37</sup>.

O CPEREF representou um passo muito importante no ordenamento jurídico português, em especial por dispor um procedimento específico para a recuperação das empresas em dificuldade e a sua evolução foi contínua, com a passagem da recuperação a qualquer custo para a destinada apenas às empresas economicamente viáveis. O referido instituto vigorou até 2004, período em que foi aprovado o Código de Insolvência e Recuperação de Empresas (CIRE).

### 1.1.3 Regresso ao sistema falência-liquidação

A conjuntura econômica e o cenário de sobre-endividamento das empresas resultaram no aumento das situações de insolvência, sendo assim, o Estado português promulgou, através do Decreto-Lei n.º 53/2004<sup>38</sup>, a aprovação do CIRE, haja vista que, para tanto, considerou que a garantia comum dos créditos vencidos das empresas eram os seus patrimônios e isso afetava diretamente a situação econômica e financeira dos respectivos credores.

---

<sup>36</sup> MCCORMACK, Gerard. *Corporate Rescue Law – An Anglo-American Perspective*. Edward Elgar Publishing, Cheltenham UK, 2008, p. 9.

<sup>37</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo. *Op. cit.*, p. 294.

<sup>38</sup> PORTUGAL. Decreto-Lei n.º 53/2004, de 18 de março de 2004. *Diário da República*, 1ª série, n. 66. Lisboa, 18 mar. 2004.

António Menezes Cordeiro<sup>39</sup> aponta como causa para a situação econômica que Portugal se encontrava e, conseqüentemente, as mudanças apresentadas no CIRE, a lentidão apresentada pelos processos de recuperação, o que implicava no aumento do seu déficit e, conseqüentemente, impossibilitava a realização da recuperação. Isso acabava por afastar os empresários mais dinâmicos e capazes.

Desta feita, o autor elege três diretrizes para desafogar a problemática da falta de eficácia e celeridade supostamente ligada às soluções que permitiam a recuperação das empresas como prioridade. Foram elas: 1) primazia da satisfação dos credores; 2) ampliação da autonomia privada dos credores e; 3) simplificação dos procedimentos<sup>40</sup>.

A partir desse novo diploma, o ordenamento jurídico português transita de um sistema dualista, com dois processos possíveis (falência e recuperação), para a unidade processual do CIRE, mantendo-se à sua margem o procedimento extrajudicial de conciliação (Procedimento Extrajudicial de Conciliação - PEC) para viabilização de empresas.

A doutrina majoritária da época criticou o desaparecimento do processo de recuperação, salvo algumas exceções, como o Doutor António Menezes Cordeiro que observou o desaparecimento do processo de recuperação com bons olhos, considerando a ineficiência e a fragilidade do processo de recuperação que era utilizado, em sua grande parte, de forma protelatória ou paliativa. Segundo o autor, as melhores recuperações empresariais não eram obtidas no curso de um processo judicial, sob o olhar do juiz e exposta ao público<sup>41</sup>.

Importante destacar, que mesmo o legislador desagradando a maioria dos doutrinadores que estudam a temática<sup>42</sup>, o que ocorreu na lei portuguesa foi uma tendência geral que alcançou diversos países da Europa, influenciados pelos sistemas anglo-saxônicos que direcionaram os ordenamentos jurídicos para a unificação de seus diplomas. Países como França, Alemanha e Portugal operaram o que muitos doutrinadores entendem como o regresso às origens por retroceder para uma lógica liquidatória das empresas em crise que

---

<sup>39</sup> CORDEIRO, António Menezes. *Perspectivas evolutivas...*, *Op. cit.*, p. 41.

<sup>40</sup> CORDEIRO, António Menezes. *Perspectivas evolutivas...*, *Op. cit.*, p. 41.

<sup>41</sup> CORDEIRO, António Menezes. *Introdução ao Direito da Insolvência...*, *Op. cit.* p.505.

<sup>42</sup> Cf. SERRA, Catarina. *Lições de Direito...*, *Op. cit.*, p. 27 e ss. e MACHADO, José Manuel Gonçalves. “O Dever de Renegociar no âmbito Pré-insolvencial”, editora Almedina, Ano 2017, p. 40.

tinha enquanto finalidade imediata do processo de insolvência a satisfação do interesse dos credores<sup>43</sup>.

Conforme salienta Catarina Serra<sup>44</sup>, a eliminação sumária do primado da recuperação não é o ponto a ser discutido, mas sim a eliminação de critérios objetivos para a recuperação tais quais a viabilidade econômica, a recuperabilidade financeira e a impossibilidade do controle judicial para determinar a recuperação.

A reforma trazida em 2004 sofreu fortes influências da *Insolvenzordnung* alemã<sup>45</sup>, reintroduzindo como finalidade do processo de insolvência a liquidação do patrimônio do devedor e a repartição entre seus credores, e este mesmo diploma também acusa a influência do sistema norte-americano, designadamente o *Bankruptcy Code* que à época passou por uma das maiores modificações já existentes no regime falimentar norte-americano<sup>46</sup>.

Ademais, a mudança verificada no sistema norte-americano<sup>47</sup> é encarada por muitos acadêmicos como um exemplo lamentável da sucumbência do poder legislativo aos interesses dos grupos de pressão, prova disso foi que cento e dez professores especializados em Direito Comercial e Falimentar assinaram uma carta em que criticavam as modificações propostas, o que resultou no afastamento dos mesmos do processo de elaboração deixando-o, portanto, nas mãos dos lobistas da indústria de crédito a tarefa de conduzir a reforma<sup>48</sup>.

O resultado não foi outro, o ordenamento jurídico americano que possuía um pendor pró-devedor (*debtor friendly*) apresentava uma viragem que, como em outros setores, ditou o ritmo das políticas insolvenciais pelo mundo e, com isso, passou a ter uma preocupação especial com a recuperação dos créditos por parte dos credores aproximando-se de uma legislação *creditor friendly*<sup>49</sup>.

Por todo o exposto é que muitos identificam essas mudanças enquanto uma valorização dos interesses privados, mas isso não quer dizer um pleno retorno ao modelo

---

<sup>43</sup> SERRA, Catarina. *A Falência no Quadro...*, *Op. cit.*, p.178.

<sup>44</sup> SERRA, Catarina. *A Falência no Quadro...*, *Op. cit.*, p.201.

<sup>45</sup> MACHADO, José Manuel Gonçalves. *Op. cit.*, p. 53. e CORDEIRO, António Menezes. *Perspectivas evolutivas... Op. Cit.*, p. 44.

<sup>46</sup> SERRA, Catarina. *A Falência no Quadro...*, *Op. cit.*, p. 203-205.

<sup>47</sup> A mudança referida foi a introdução do *Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2005* (BAPCPA).

<sup>48</sup> SERRA, Catarina. *A Falência no Quadro...*, *Op. cit.*, p. 204.

<sup>49</sup> *Ibidem*, p. 205.

“falência-liquidação”. O que mudou, por conseguinte, foram as condições em que as recuperações eram realizadas, atribuindo maior autonomia privada aos credores, transferindo-as do poder judiciário para o âmbito da vontade das partes<sup>50</sup>.

Os ordenamentos jurídicos que influenciaram o direito da insolvência português nesse período nunca perderam de vista as soluções reorganizativas ou de pré-insolvência, o que alterou foi o caráter das mesmas, ao invés de vinculativas, passaram a ser voluntárias e assessorias assente aos acordos entre credores e devedores<sup>51</sup>.

Conforme salienta Catarina Serra, o CIRE tem um pendor claramente liberal, pois os credores convertem-se em prioritários econômicos da empresa e devem prevalecer os mecanismos próprios de regulação do mercado, por isso desjudicializa-se a recuperação e amplia-se a margem de manobra dos credores. Com a falta de controle judicial da decisão sobre o destino da empresa se estabelece o império absoluto dos interesses privados<sup>52</sup>.

Inicia-se no ordenamento jurídico português, ainda que de forma embrionária, o que é denominado de contratualização da insolvência, atribuindo-a um caráter estritamente econômico e liberal, preocupado em satisfazer as necessidades dos credores de forma célere e eficaz. Entretanto, essa não foi a última intervenção legislativa no âmbito da insolvência, pois a falta de incentivo à recuperação das empresas seria sentida e isso pode ser observado amplamente com a ascensão da grande crise que abalou profundamente o mercado financeiro mundial.

#### 1.1.4 Novo paradigma da recuperação das empresas ou lei para inglês ver?

Após o abalo sofrido pela crise do *subprime*<sup>53</sup>, a grande recessão estremeceu as terras europeias e em Portugal isso foi ainda mais acentuado, refletindo especialmente no aumento do número de empresas em dificuldade, na baixa quantidade de crédito disponível, na contração econômica, no aumento do número de desemprego, na diminuição do consumo,

---

<sup>50</sup> Cf. SERRA, Catarina. *A Falência no Quadro...*, *Op. cit.*, p. 205 e CORDEIRO, António Menezes. *Perspectivas evolutivas...*, *Op. cit.*, p. 42.

<sup>51</sup> SERRA, Catarina. *A Falência no Quadro...*, *Op. cit.*, p. 210.

<sup>52</sup> SERRA, Catarina. *Lições de Direito...*, *Op. cit.*, p. 29.

<sup>53</sup> A crise referida possui um tópico específico (2.3) sobre as suas consequências no âmbito da insolvência.

dentre outras questões. Esta situação levou a algumas intervenções externas do Banco Central Europeu (BCE), da Comissão Europeia e do Fundo Monetário Internacional (FMI) que conduziram à assinatura de um memorando denominado de Memorando da Troika, em 17 de maio de 2011<sup>54</sup>.

O Memorando trouxe compromissos que tinham como um de seus objetivos, e o que mais importa para este estudo, o enquadramento da reestruturação de dívidas de empresas e particulares para facilitar a recuperação efetiva de empresas viáveis, para acelerar seus procedimentos, para definir princípios gerais de reestruturação voluntária extrajudicial, e para sensibilizar as partes sobre os instrumentos de reestruturação e resgate precoce de empresas viáveis.

Com isso, o legislador português foi obrigado a coadunar seu ordenamento ao introduzido pelo Memorando da Troika, de modo que, a finalidade definida no *caput* do CIRE não poderia continuar a ser a mesma e, como ocorreu em outros ordenamentos, a preocupação voltou-se para a recuperação das empresas e uma nova finalidade para o Direito da Insolvência, na qual o centro de gravidade passou para a pré-insolvência e para os instrumentos de reestruturação preventiva do Direito da Insolvência português<sup>55</sup>.

Nota-se imprescindível ressaltar a forte influência do Direito estrangeiro, em especial o Direito norte-americano que teve desde muito tempo em seu ordenamento jurídico a *reorganisation* capitulada no *chapter 11* enquanto centro da insolvência, o que levou à denominação de um ordenamento jurídico *debtor friendly* com aspectos históricos e culturais bastante peculiares, os quais se resumem a quatro fatores: (I) um forte desejo de criar uma economia de mercado; (II) uso extensivo do crédito; (III) equilíbrio de interesses entre credores e devedores no momento de discussão e aprovação das leis falimentares; (IV) o incomum e proeminente papel exercido pelos advogados<sup>56</sup>.

---

<sup>54</sup> MACHADO, José Manuel Gonçalves. *O Dever de Renegociar...*, *Op. cit.*, p. 58 e ss.

<sup>55</sup> SERRA, Catarina. Direito da Insolvência em movimento: A reestruturação das empresas entre as coordenadas da legislação nacional e as perspectivas do Direito Europeu. *In: Revista de Direito*, 2017, pp. 94-136, p. 104. Disponível em: <<https://www.revistadedireitocomercial.com/direito-da-insolvencia-em-movimento-a-reestruturacao-de-empresas-entre-as-coordenadas-da-legislacao-nacional-e-as-perpectivas-do-direito-europeu>>. Acesso em: 24, ago., 2018.

<sup>56</sup> CERZETTI, Sheila Christina Neder. *A Recuperação Judicial das Sociedades por Ações: O princípio da preservação da empresa na lei de recuperação e falência*. Editora Malheiros, São Paulo, 2012, p. 93.

Sem falar na noção de crise da empresa como algo corriqueiro, o que não ocorre na grande maioria dos ordenamentos jurídicos europeus, para a cultura norte-americana esta situação de dificuldade não é vista com a mesma desaprovação, reconhecendo-se que a insolvência pode derivar de eventos esporádicos ou de mudanças mercadológicas imprevisíveis.

Esta visionária ideologia conservacionista conduzida pelo ordenamento jurídico norte-americano foi usada como modelo por diversos outros ordenamentos. Ainda que se note uma mudança radical naquele ordenamento apresentado no tópico anterior, as benfeitorias enraizadas na conservação de empresas resultaram diretamente em fins econômicos, políticos, sociais e morais.

Nestes termos, algumas mudanças foram realizadas na jurisdição portuguesa, em qual o legislador levou em consideração o memorando supracitado e as necessidades apresentadas pelo mercado. No conjunto de medidas, destaca-se as principais alterações no Código de Insolvência e Recuperação de Empresas introduzidas pela Lei nº 16/2012<sup>57</sup>, como a alteração do artigo primeiro, a introdução do Processo Especial de Revitalização (PER) e a instituição, através do Decreto-Lei nº 178/2012<sup>58</sup>, do Sistema de Recuperação de Empresas por via Extrajudicial (revogado pela Lei nº 8/2018<sup>59</sup> que instituiu o novo Regime Extrajudicial de Recuperação de Empresas) com o objetivo de incentivar e impulsionar a recuperação das empresas totalmente fragilizadas com a crise vivida.

É válido destacar a mudança de finalidade perseguida pelo Código de Insolvência, no qual em 2004, ano de início da sua vigência, o objetivo do mesmo era a liquidação do patrimônio do devedor insolvente ou a satisfação do credor através de um plano de insolvência baseado na recuperação do devedor. Entretanto, com a introdução da Lei nº 16/2012 a redação do artigo 1º alterou-se e o meio com o qual a satisfação do credor seria perseguida já não era o mesmo, pois conforme depreende-se da redação deste artigo, a

---

<sup>57</sup> PORTUGAL. Lei nº 16, de 20 de abril de 2012. *Diário da República*, 1ª série, n. 79. Lisboa, 20 abril de 2012.

<sup>58</sup> PORTUGAL. Decreto-Lei nº 178, de 03 de agosto de 2012. *Diário da República*, 1ª série, n. 150. Lisboa, 03 de agosto de 2012.

<sup>59</sup> PORTUGAL. Lei nº 8, de 02 de março de 2018. *Diário da República*, 1ª série, n. 44/2018. Lisboa, 02 de março de 2018.

finalidade seria alcançada através da recuperação da empresa baseada em um plano de insolvência e, “quando tal não se afigure possível”, na liquidação do patrimônio do devedor.

Ressalta-se ainda a introdução do inciso 2 do artigo 1º do CIRE que atribui a situação econômica do devedor para instauração do PER como um meio de reestruturação pré-insolvencial, tal qual o Sistema de Recuperação por Via Extrajudicial (SIREVE), que ainda que fosse introduzido em diploma separado e sem qualquer harmonia com o CIRE, previa a recuperação das empresas de forma extrajudicial.

As inovações no âmbito português não pararam por aí, um destaque importante deve ser dado ao Decreto-Lei 26/2015<sup>60</sup>, promulgado em 6 de fevereiro pelo Ministério da Economia, que teve a intenção de promover um enquadramento mais favorável à reestruturação e revitalização das empresas. Este instrumento é precípua para o atual RERE pois, de acordo com Alexandre de Soveral Martins<sup>61</sup>, serve de auxílio para a obtenção da avaliação global da situação econômica da empresa, conforme predispõe o artigo segundo do próprio DL.

O Decreto-Lei 79/2017<sup>62</sup> realizou a cisão entre empresa e devedor de qualquer outra natureza (normalmente pessoas singulares), com a introdução de um Processo Especial de Acordo para Pagamento (PEAP), conforme preceituam os artigos 222-A a 222-J. A problemática observada na questão da cisão entre a imagem da empresa e o devedor era uma dificuldade visível no âmbito jurisprudencial, pois os julgadores apresentavam decisões divididas pela subjetividade da expressão “devedor”, logo, a introdução do referido DL veio para superar a controvérsia e dividir a empresa, que poderá realizar a sua reestruturação judicial ou extrajudicial sob a égide dos instrumentos RERE e PER, enquanto que os devedores, de qualquer outra natureza, que se encontram nas mesmas condições de dificuldade econômica ou insolvência iminente realizam a sua recuperação através do PEAP.

Ademais, o Decreto-Lei nº 79/2017 foi instituído com o intuito de acabar com os abusos de empresas que utilizam o instrumento mesmo quando já se encontram em situação

---

<sup>60</sup> PORTUGAL. Decreto-Lei nº 26, de 06 de fevereiro de 2015. *Diário da República*, 1ª série, n. 26. Lisboa, 06 de fevereiro de 2015.

<sup>61</sup> MARTINS, Alexandre de Soveral. *Um curso de Direito da Insolvência*. Editora Almedina, Coimbra, 2ª edição, 2016, p. 559.

<sup>62</sup> PORTUGAL. Decreto-Lei nº 79, de 30 de junho de 2017. *Diário da República*, 1ª série, n. 125. Lisboa, 30 jun. 2017.

de insolvência atual, o que resultou na negativa da sua situação de insolvência através da certificação de um contabilista certificado ou Revisor Oficial de Contas (ROC), à luz dos critérios previsto no artigo 3º do CIRE (conforme dispõe o artigo 17-A, 2 do CIRE). Outros motivos obscuros levavam à utilização de um PER falso como a suspensão por quatro meses das insolvências inevitáveis, contribuindo para o devedor mal-intencionado ganhar tempo para a venda de patrimônio, evitar as insolvências iminentes contra a empresa e reiniciar o prazo para apresentação da insolvência.

As três últimas inovações no âmbito da insolvência foram introduzidas pela Lei nº 6/2018<sup>63</sup>, promulgada em 22 de fevereiro, designada de Estatuto do Mediador de Recuperação das Empresas (EMRE), a já citada Lei nº 8/2018, que instituiu o RERE e revogou o antigo SIREVE, e a criação do Regime Jurídico da Conversão de Créditos em Capital (RJCCC) introduzida pela Lei nº 7/2018<sup>64</sup>.

A fim de encaminhar para a conclusão da apresentação da trajetória do Direito da Insolvência português, antes de passar para as preocupações no âmbito comunitário, faz-se a seguinte questão: será que a recuperação de empresas passou a ser tratada com mais relevância, ou as inovações foram realizadas apenas para agradar o interesse da Comissão Europeia?

Catarina Serra aduz que a função de recuperação das empresas continua a não ser muito mais do que uma referência contida no título do Código e que as alterações realizadas, nomeadamente na finalidade da insolvência, são meramente formais, insuscetíveis de elevar a recuperação de empresas insolventes ao estatuto de finalidade prioritária do sistema. Não há qualquer modificação substancial da disciplina que transforme a recuperação na finalidade primária do CIRE, as alterações realizadas foram, em sua grande maioria, formais e para-formais<sup>65</sup>.

A grande mudança realizada com a Lei nº 16/2012 foi a introdução do PER e do SIREVE, ou melhor dizendo, da introdução efetiva da pré-insolvência no Direito português.

---

<sup>63</sup> PORTUGAL. Lei nº 6, de 22 de fevereiro de 2018. *Diário da República*, 1ª série, n. 38/2018. Lisboa, 22 de fevereiro de 2018.

<sup>64</sup> PORTUGAL. Lei nº 7, de 02 de março de 2018. *Diário da República*, 1ª série, n. 44/2018. Lisboa, 02 de março de 2018.

<sup>65</sup> SERRA, Catarina. *Lições de Direito...*, *Op. cit.*, p. 30 e ss.

É neste âmbito que melhor se verifica a preocupação com a recuperação das empresas e com as principais oportunidades (talvez únicas) para a empresa devedora recuperar-se.

A pré-insolvência é o momento em que a recuperação das empresas adquire maior protagonismo, enquanto que quando a empresa se encontra na situação de insolvência o ordenamento jurídico português não dispõe de ferramentas flexíveis para que isso seja possível e o que leva, fatidicamente, à sua liquidação.

Destaca-se aqui, a principal diferença do ordenamento jurídico americano, a qual no *chapter 11*, tanto empresas insolventes quanto em situação econômica difícil ou insolvência iminente podem utilizarem-se de métodos de resgate, e isso é determinante para demonstrar que nesta jurisdição a recuperação das empresas possui protagonismo juntamente com a satisfação igualitária dos credores.

É pela introdução desses instrumentos reestruturantes que Catarina Serra aduz ter sofrido um *shift* na finalidade do “novo” direito da insolvência, mais preocupado em evitar a insolvência do que resolver o problema da insolvência<sup>66</sup>. Caracteriza-se, portanto, o Direito da Insolvência português em dois momentos distintos. O primeiro é preventivo, destinado às empresas em dificuldade econômica ou próximas da insolvência, no qual a recuperação das empresas será uma das finalidades principais perseguidas, e sob sua égide se buscará realizar um plano de recuperação. É neste momento que a autora refere como a nova finalidade do Direito da Insolvência.

O outro momento refere-se às empresas que estão, de fato, na situação de insolvência e, por isso, não poderão servirem-se de meios preventivos. A estas empresas o calvário será o seu destino, ao menos que os credores estejam dispostos a salvá-las e fixem algum plano de recuperação, mas a prática e, principalmente, as leis positivadas não demonstram qualquer empatia em recuperar as empresas nessa situação.

O instituto das reestruturações preventivas é uma das principais preocupações da União Europeia e é exatamente nele que estão contidas as tentativas de harmonização dos direitos nacionais vigentes, por isso é importante visitar as suas recentes orientações para,

---

<sup>66</sup> SERRA, Catarina. Direito da Insolvência em movimento..., *Op. cit.*, p. 104.

posteriormente, exaltar aquelas que podem significar para o direito da insolvência nacional grandes avanços e mais orientados para a recuperação das empresas.

## 1.2 AS RECENTES ORIENTAÇÕES DA UNIÃO EUROPEIA

A partir dos anos 2000 os países membros da União Europeia (UE) articularam-se para harmonizar e obter certa padronização nos ordenamentos jurídicos em matéria de insolvência. Esses esforços, dirigidos pelo Parlamento Europeu, iniciam-se com o Regulamento n° 1346/2000<sup>67</sup> e intensificam-se após a chegada da grande crise, com outras medidas trazidas pelo Regulamento n° 2015/848, de 20 de maio de 2015<sup>68</sup> e, posteriormente a com Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho para harmonização do Direito da Insolvência<sup>69</sup>, as quais pretendem adequar algumas medidas que já eram praticadas em muitos países e que apresentam frutos significativos para a falha das empresas.

Os diplomas legais supracitados são parte do projeto parlamentar europeu para Unificar o Mercado de Capitais na Europa. Consoante a Comissão Europeia, a ineficiência e a divergência das legislações em matéria de insolvência faz com que os investidores sintam mais dificuldades para avaliar o risco de crédito, em especial quando equacionam investimentos transfronteiriços<sup>70</sup>. O mencionado Projeto conta com relatório dos cinco presidentes, livro verde, plano de ação para construção da União de Mercados de Capitais e outros documentos que ressaltam tanto a importância da convergência entre legislações no âmbito europeu quanto o fortalecimento e o incentivo de medidas pré-insolvenciais.

Este projeto foi encabeçado pelo atual Presidente da Comissão Europeia Jean-Claude Juncker, que tem como prioridade colocar o crescimento econômico e os empregos no centro da agenda política da Comissão Europeia e os procedimentos de insolvência e empresas em

---

<sup>67</sup> COMUNIDADE EUROPEIA, Regulamento (CE) n° 1346/2000 do Conselho, de 29 de Maio de 2000. Jornal Oficial das Comunidades Europeias, L 160, 43° ano, 30 de Junho de 2000.

<sup>68</sup> UNIÃO EUROPEIA. Regulamento (UE) n° 2015/847 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de maio de 2015. Jornal Oficial da União Europeia, L 141, 58° ano de 5 de junho de 2015.

<sup>69</sup> UNIÃO EUROPEIA. Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho COM(2016) 723 final. 2016/0359(COD) de 22 de novembro de 2016.

<sup>70</sup> UNIÃO EUROPEIA. Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho COM(2016) 723 final. 2016/0359(COD) de 22 de novembro de 2016.

dificuldades contribuem para esse projeto através das seguintes formas. Menos insolvência significa que os trabalhadores mantêm seus empregos e as empresas contribuem para o crescimento de toda a UE; Reduzir as insolvências leva aos credores e às outras partes interessadas a incorrerem em menos perdas, contribuindo para o processo de crescimento; A recuperação do superendividamento contribuiu para a economia como um todo; A harmonização significa menos deslocamento entre as comunidades locais e nacionais; E reduzir as divergências dos quadros nacionais de insolvência contribui para o crescimento e surgimento de mercados pan-europeus de ações e dívidas, reduzindo incertezas para os investidores<sup>71</sup>.

As medidas introduzidas pela Comissão Europeia, com destaque especial para o Regulamento nº 2015/848 e a Proposta de Diretiva para reestruturação preventiva carregam inovações relevantes que exaltam a importância da recuperação das empresas e o novo foco na pré-insolvência. Algumas de suas principais inovações (nem tão novas assim) serão trabalhadas no capítulo em que se trata da reestruturação preventiva.

Embora essas medidas apresentadas pela Comissão Europeia sejam a tendência mundial, o ordenamento jurídico português optou pelo silêncio, pois as suas alterações mais recentes ainda não possuem qualquer ligação com as inovações introduzidas pela Proposta de Diretiva. Isso quer dizer que, muito provavelmente, a lei de insolvência portuguesa sofrerá mais modificações, o que é uma lamentável diante da necessidade de estabilizar o Direito positivo da insolvência<sup>72</sup>.

Considerando que a reestruturação preventiva já é uma realidade, o presente trabalho pretende analisar de que modo ela se realiza, com destaque especial para o ordenamento jurídico português, de forma a apontar quais são as principais dificuldades encontradas para a utilização de seus instrumentos em comparação com outros ordenamentos para, ao final, responder se a pré-insolvência é o novo centro de gravidade do Direito da Insolvência português e bem como a recuperação das empresas.

---

<sup>71</sup> COMISSÃO EUROPEIA. *Study on a new approach to business failure and insolvency: Comparative legal analysis of the Member States' relevant provisions and practices*. 2016, p. 2. Disponível em: <[https://ec.europa.eu/info/files/study-new-approach-business-failure-and-insolvency\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/study-new-approach-business-failure-and-insolvency_en)>. Acesso em: 10, out., 2018.

<sup>72</sup> SERRA, Catarina. *Direito da Insolvência em movimento...*, *Op. cit.*, p. 99.

Antes disso, é importante direcionar o estudo para identificar o que causa essa instabilidade no direito positivo inerente às leis da insolvência, as quais sofrem tantas mudanças em períodos curtos de tempo. Como bem coloca o Ministro da Justiça José de Alpoim: “em matéria de falências não há previsões legislativas que bastem, nem reformas que muito duren”<sup>73</sup>.

---

<sup>73</sup> SERRA, Catarina. Lições de Direito..., *Op. cit.*, p. 30.

## 2 A INFLUÊNCIA DAS CRISES: DA CONCEPÇÃO DA PRESERVAÇÃO DE EMPRESAS ÀS MUDANÇAS DA FINALIDADE DA INSOLVÊNCIA

É enigmática essa instabilidade auferida ao Direito da Insolvência, que em um período curto de tempo sofreu alterações importantíssimas em sua finalidade, o que se representa através de um outro Código totalmente diferente do que dispunha há pouco tempo atrás. Conforme foi demonstrado, o pêndulo da finalidade da insolvência variou por muito tempo entre liquidação e recuperação da empresa devedora.

Desta feita, de que forma explicar essas mudanças tão significativas e como se fez sentir a necessidade de recuperar as empresas?

Essas mudanças não são experimentadas apenas no ordenamento jurídico português, quase todos os ordenamentos europeus sofreram-nas, abandonando o sistema primitivo da falência realizada através da liquidação das empresas, e abraçando um novo sistema em que se privilegiou o saneamento das empresas e, em seguida, regressando a um suposto sistema liquidatório. Concorde-se com a afirmação de que este movimento se relaciona com fatores de ordem macroeconômica, e por isso a convergência entre eles é natural<sup>74</sup>.

Álvaro Espina (*apud* Catarina Serra)<sup>75</sup> é assertivo em sua colocação ao dizer que quase todas as reformas do Direito Concursal se fizeram em tempos de crise, pois incorporaram a experiência proporcionada pela mesma e que, na altura, existia um generalizado “estado estacionário equifinalista” e se procurava um “equilíbrio de funcionamento global”.

Destarte, não é surpresa que o legislador português realizou as mudanças a partir de alguma referência. O *Insolvenzordnung* (*insO*) influenciou de forma determinante as leis portuguesas. Como prefere Catarina Serra<sup>76</sup>, o que o legislador realizou no regresso ao modelo falência-liquidação foi uma “reforma de importação” do *Insolvenzordnung*.

Já a legislação alemã, por sua vez, sofreu influências determinantes do *bankruptcy code* (*BC*), inclusive nos trabalhos preparatórios da *Insolvenzordnung* discutiram-se,

---

<sup>74</sup> SERRA, Catarina. *A Falência no quadro da tutela...*, *Op. cit.*, p. 197.

<sup>75</sup> ESPINA, Álvaro. *Opciones de política legislativa para la reforma de la legislación concursal española*, (*apud* SERRA, Catarina). *A Falência no quadro da tutela jurisdicional...* *Op. cit.*, p.197.

<sup>76</sup> *Ibidem*, p. 221.

intensamente, as linhas gerais do Código americano, com muitos traços que remetem ao alemão, tais quais a suavização das sanções penais, a administração do patrimônio do devedor e a exoneração do passivo do devedor<sup>77</sup>.

Com isso, comprova-se a importância que o *bankruptcy* americano possui, uma vez que influenciou significativamente a ocorrência de mudanças em outros países. Para entender a causa dessas transformações é necessário tecer um breve retrospecto acerca do ordenamento jurídico americano, o qual passou, no decorrer dos tempos, por algumas crises econômicas que impulsionaram mudanças no mercado e, determinantemente, na insolvência.

Ademais, entende-se ser precípuo o acompanhamento de mudanças que ocorreram com as crises vivenciadas nos Estados Unidos (EUA), pois é com elas que o valor da recuperação empresarial foi concebido e incorporado no Código de Falência norte-americano e, devido à sua influência, a sua valoração também foi impulsionada em muitos outros países, inclusive em Portugal.

A necessidade de recuperar as empresas, como será demonstrado, inicialmente foi sentida nas empresas ferroviárias americanas caracterizada na essencialidade dos serviços prestados por essas empresas para a economia do país, posteriormente, foi sentida no interesse público em manter as empresas devido aos danos econômicos e sociais causados por sua quebra.

## 2.1 A CRISE DAS RAILROADS E A CONCEPÇÃO DA PRESERVAÇÃO DAS EMPRESAS

As crises econômico-financeiras protagonizam um papel fundamental para as diversas alterações legislativas, o Direito da Insolvência norte-americano demonstra que as medidas adotadas pelo poder legislativo no decurso do tempo e, como se verá, até nos dias de hoje, são reflexos e remédios encontrados para enfrentar as crises que o país vivenciou.

---

<sup>77</sup> *Ibidem*, p. 221.

Sabe-se que a crise é um elemento demasiado importante, principalmente quando se fala em insolvência, pois por trazer impactos imediatos na economia dos países, ela afeta o instrumento indispensável nas relações comerciais, o crédito, e isso demanda mudanças em espaços temporais curtíssimos.

Vale ressaltar que o ordenamento jurídico americano é influente, não só pela forte utilização das principais alternativas à liquidação, mas também por conta de que as principais crises as quais afetaram o globo tiveram, em sua grande maioria, como ponto de partida o Estado norte-americano e através do fenômeno “efeito de contágio”<sup>78</sup> alcançaram outros países. Ou seja, analisar as mudanças no âmbito da insolvência, tomando como referência o local de origem da crise, torna a percepção da importância das crises mais clara e, paralelamente, compreende-se a valoração da manutenção das empresas.

O ordenamento norte-americano é curioso por possuir um Direito cuja fonte principal são os precedentes (*common law*), de modo que o mecanismo mais importante para a reorganização das empresas não foram sempre elaborados pelo poder legislativo por meio de leis falimentares, mas sim através das práticas comumente adotadas por devedores, credores, acionistas e magistrados<sup>79</sup>.

O ponto de partida para a breve análise histórica sobre as crises remete à primeira delas vivida, em 1857, após o *boom* sentido pelas indústrias ferroviárias. Devido ao grande contingente migratório, muitos bancos haviam cedido crédito para tais companhias, e algumas dessas subestimaram o custo da construção, os obstáculos geográficos, o tempo de conclusão e superestimaram o volume de tráfego de passageiros e carga, o que resultou em uma deficiência liquidatória e na inadimplência com seus compromissos frente aos credores<sup>80</sup>.

As *equity receivership*, ainda que não possuam uma tradução assertiva sobre o seu significado, sua prática assemelha-se ao que existiu no ordenamento jurídico português denominado concordatas. Pois, inicialmente, as *equity receivership* eram utilizadas

---

<sup>78</sup> A sua definição e sentido podem ser encontrados no capítulo 3 do livro: QUELHAS, José Manuel. *Sobre as crises financeiras, o risco sistémico e a incerteza sistemática*. Editora Almedina, Coimbra, 2013.

<sup>79</sup> CERZETTI, Sheila Christina Neder. *A recuperação judicial das sociedades...* *Op. cit.*, p. 97.

<sup>80</sup> CALOMIRIS, Charles W. e SCHWEIKART, Larry. The Panic of 1857: Origins, Transmission, and Containment. In: *The Journal of Economic History*, Vol. 51. n° 4, December, 1991, pp. 807-834, p. 808 e 810. Disponível em: <<https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/ccalomiris/papers/Panic%20of%201857.pdf>>. Acesso em: 14, out., 2018.

enquanto mecanismo de preservação de companhias de estradas de ferro (*railroads*), em contrário ao que dispunha na lei falimentar que, caso esta fosse utilizada, levaria à liquidação destas companhias. Todavia, as mesmas eram tão importantes para o Estado norte-americano que os interessados (credores, devedores e o próprio Estado) foram obrigados a pensar em conjunto uma forma ideal para preservar a existência dessas empresas.

Várias delas entraram em dificuldades financeiras, ou foram forçadas a suspender as suas operações e algumas tiveram que declarar falência. A gota d'água para a deflagração da crise foi a falência da *Ohio Life Insurance and Trust Company* levando vários clientes a realizarem movimentos de “manada” para sacar os valores que haviam depositado no banco<sup>81</sup>.

Contudo, a liquidação e, conseqüentemente, a extinção das empresas ferroviárias resultaria em uma estagnação no crescimento econômico dos Estados Unidos, uma vez que as linhas ferroviárias eram as principais válvulas de escape para a expansão territorial, para acesso mais rápido a outras regiões e bem como para deslocamento de bens, o que corresponde diretamente ao crescimento econômico do país. Daí os seus serviços serem indispensáveis e o seu fim representaria prejuízos não apenas para os credores.

Por mais que os motivos econômicos (evidentes) fossem a matriz do interesse público para com essas empresas, a necessidade de reorganização/reabilitação do devedor concebeu o paradigma dos princípios modernos da recuperação das empresas durante o período da revolução industrial, momento em que a rápida industrialização dos Estados Unidos criou um forte impacto econômico e social, fazendo-o migrar de um país agrário para uma economia manufaturada e industrializada. A manutenção das empresas e a preservação dos empregos tornaram-se mais importantes do que a imediata execução do contrato, liquidação e desmembramento dos seus ativos<sup>82</sup>.

Ainda que a boa vontade do Estado e das partes envolvidas na recuperação dessas empresas fosse indiscutível, não foi suficiente para evitar a insolvência de muitas empresas

---

<sup>81</sup> CALOMIRIS, Charles W. e SCHWEIKART, Larry. *The Panic of 1857...*, *Op. cit.*, p. 808 e 810.

<sup>82</sup> WAISMAN, Shai Y., e MILLER, Harvey R. “Is Chapter 11 bankrupt?”. In: *Boston College Law Review* 47, Rev. 129 2005, pp. 129-181, p. 129 e 130. Disponível em: <<https://lawdigitalcommons.bc.edu/bclr/vol47/iss1/7>>. Acesso em: 07, set., 2018.

ferroviárias que já demonstravam uma certa fraqueza, pois cerca de um terço delas, e 20% de todas as linhas ferroviárias dos EUA já estavam sob juízo<sup>83</sup>.

Ao observar a necessidade de recuperá-las, a Corte Federal dos EUA realizou um fórum que reuniu os principais credores, as ferroviárias devedoras e a própria Corte, como intermediadora, para conjuntamente realizarem esforços em nome do interesse público e individual das empresas e administrarem e protegerem os ativos da devedora como uma empresa em continuidade (*going-concern value*)<sup>84</sup>.

Neste diapasão foram criados comitês de proteção aos interesses das partes a fim de colaborarem para a reorganização e recapitalização das ferroviárias, mas manteve-se o devedor na posse da administração de sua empresa<sup>85</sup>. Com isso, dois conceitos modernos surgiram da crise vivida, quais sejam: (1) a noção de preservação das empresas para as partes economicamente interessadas e para o próprio mercado e; (2) a conservação do devedor na posse da empresa para reorganizá-la visto que seu conhecimento, experiência e familiaridade com os negócios existentes eram valiosos para a reestruturação corporativa<sup>86</sup>.

Desta feita, denota-se o valor da recuperação das empresas. Julga-se que preservar, dependendo das circunstâncias, traz mais benefícios do que a liquidação dos ativos de uma empresa, visto que o interesse primário continua a ser a satisfação de crédito dos credores, o que muda é a forma como será alcançado esse interesse, englobando outros valores indispensáveis para a economia do país.

Essa foi a base utilizada pela Corte Federal americana para preservar as empresas ferroviárias em dificuldade, não é sobre essas condições que hoje se fundamenta a preservação das empresas, visto que as referidas empresas ferroviárias prestavam serviços essenciais para a população, mas não há dúvidas de que a ideia de recuperar as empresas nasce com o que se passou nesta época.

## 2.2 O SURGIMENTO DO CHAPTER 11

---

<sup>83</sup> WAISMAN, Shai Y., e MILLER, Harvey R., *Op. cit.*, p. 135.

<sup>84</sup> *Ibidem*, p. 130.

<sup>85</sup> Daqui pode-se notar a embrionária ideia de *debtor in possession* que, posteriormente, foi utilizada e aprimorada pelo *Chapter 11* e que a atual Proposta Diretiva do Parlamento Europeu sugere como um elemento importante para a reestruturação preventiva das empresas, conforme consta em seu artigo 5º.

<sup>86</sup> WAISMAN, Shai Y., e MILLER, Harvey R., *Op. cit.*, p. 136.

Um pouco mais à frente, e retomando o percurso histórico dos EUA, a grande depressão de 1930 catalisou a passagem para a codificação da última legislação em vigor do Estado com a aprovação da *Chandler Act of 1938* para o atual *bankruptcy*, a qual teve como principal protagonista as já referidas *equity receivership of railroads*. Havia uma crença de que a economia e os padrões de vida continuariam crescendo indefinidamente, mas não foi o que aconteceu quando o sistema monetário entrou em colapso e houve pânico generalizado entre banqueiros e empresas. A desconfiança para com os empresários do *Wall Street* era tamanha que resultou em reformas e intervenção do governo para lidar com a grande depressão econômica<sup>87</sup>.

A depressão instalou-se no ano de 1929 quando o mercado acionário norte-americano caiu, resultando em uma perda de U\$ 10 bilhões a U\$ 15 bilhões de valor de mercado em um único dia. Isso gerou uma quebra desenfreada nos outros setores, acarretando em desemprego, baixo poder de compra e desvalorização das participações acionárias. Deste modo, levou-se a considerar medidas corretivas ao Código de Falência americano. A sobrevivência das empresas em dificuldade e as suas oportunidades de emprego tornaram-se uma das principais preocupações do Congresso. Com a urgente necessidade de criar medidas alternativas à liquidação das empresas, o Congresso promulgou legislações emergentes tais quais as seções 77 e 77b do *bankruptcy*, entretanto essas medidas não eram suficientemente abrangentes para enfrentar a depressão<sup>88</sup>.

A *equity receivership* abriu margem para manobras aos banqueiros, advogados e administradores das empresas ferroviárias. Os tribunais, conscientes deste poder, sugeriram que este instrumento era exclusivo para a reorganização das empresas ferroviárias que tinham a prerrogativa de serem muito grandes para falhar (“*Too Big, To Fail*”)<sup>89</sup> e que não se estendia a outras entidades.

Com a grande depressão, o Congresso teve que considerar ações para preservar a base industrial e comercial do país, pois atravessava um colapso nunca antes visto e, dessa

---

<sup>87</sup> WAISMAN, Shai Y., e MILLER, Harvey R., *Op. cit.*, p. 133.

<sup>88</sup> *Ibidem*, p. 134-135.

<sup>89</sup> A expressão “*Too big, to fail*” ainda é utilizada nos tempos contemporâneos, só que com outros protagonistas, os Bancos, que para evitar os efeitos decorrentes da sua quebra, levariam consigo outros agentes econômicos e assim sucessivamente. Não podem ir à falência devido ao caos econômico-social que acarretaria, por isso destinam-se a eles instrumentos específicos de recuperação.

forma surgiram, através do já mencionado *Chandler Act of 1938*, os *Chapter's X e XI* do Código de Falência americano<sup>90</sup>.

O *Chapter X* era mais voltado para a Reorganização de empresas públicas, por isso a sua utilização era um pouco mais restrita e dotava de alguns requisitos que a dificultavam, enquanto que o *Chapter XI* era mais flexível, pois permitia que o devedor permanecesse com a posse de sua empresa, bem como que este apresentasse o seu próprio plano de reorganização, o que acabava por obrigar os credores ao aceite dos planos oferecidos, caso contrário restaria apenas a liquidação da empresa sob o ônus de potenciais perdas significativas de valor dos seus créditos<sup>91</sup>.

Após 40 anos da *Chandler Acts of bankruptcy*, houve a primeira reforma no Código de Falência norte-americano, sem ter como catalisador alguma turbulência econômico-financeira. Essa reforma corresponde ao que hoje ainda é o modelo geral para as reorganizações corporativas consoantes aos *Chapter's X, XI e XII*.

As reformas que se seguem tiveram como objetivo principal simplificar as reabilitações corporativas, em especial ao que pretende o *Chapter 11*, que combinou flexibilidade na sua utilização, controle do devedor para facilitar as reorganizações e eliminou algumas incongruências que existiam.

Por fim, o *Bankruptcy Code* sofreu a última grande reforma designada de *Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2005 (BAPCPA)* em que, segundo parte da doutrina norte-americana<sup>92</sup> sucumbiu às pressões dos interesse de grupos, especificamente a indústria de crédito, quase sempre representada pelos credores.

Esse afastamento de um código *debtor friendly* no ordenamento jurídico norte-americano foi responsável por muitas mudanças no âmbito insolvencial europeu, mal interpretada como um regresso à falência-liquidação, enquanto que a mudança significativa foi de um instituto menos protecionista impulsionado pelo liberalismo econômico, que permitia soluções de tipo reorganizativas aplicáveis em situação de crise temporária ou pré-insolvência<sup>93</sup>.

---

<sup>90</sup> WAISMAN, Shai Y., e MILLER, Harvey R. *Op. Cit.* p. 139.

<sup>91</sup> *Ibidem*, p. 140.

<sup>92</sup> SERRA, Catarina. A Falência no quadro da tutela..., *Op. cit.*, p. 205.

<sup>93</sup> SERRA, Catarina. A Falência no quadro da tutela..., *Op. cit.*, 210.

Já na jurisdição portuguesa, o que se verificou foi a eliminação do primado da recuperação, acabando, inclusive, com critérios objetivos para recuperação, nomeadamente a eliminação de condições de viabilidade econômica e da recuperabilidade financeira, bem como da impossibilidade do controle judicial para possibilitar a recuperação. Em outras palavras, o legislador português eliminou completamente a possibilidade de recuperação de toda e qualquer empresa, bastante diferente do que ocorreu nos EUA, em que o *chapter 11* permaneceu intacto<sup>94</sup>.

As mesmas movimentações que o ordenamento norte-americano sofreu, posteriormente foram sentidas na Europa, desde o momento em que se tinha como centralidade o saneamento das empresas a qualquer custo, passando pelo regresso a um suposto ordenamento jurídico que priorizava a liquidação, e posteriormente corrigido com a inserção de instrumentos preventivos à insolvência.

O mais importante de se destacar dessas crises e mudanças é a importância da valoração da preservação de empresas centralizada na legislação norte-americana, isto porque esse valor foi o que impulsionou a criação de institutos alternativos à liquidação, baseados na convergência de interesses privados e interesses públicos.

O interesse privado, no caso, era o interesse individual que a empresa devedora objetivava para manter-se operante, de modo a honrar seus compromissos e expandir-se, mas para isso era necessário catalisar suas forças para superar a crise financeira que estava enfrentando, bem como o interesse primário em satisfazer os créditos dos credores.

Já o interesse público estava ligado a interesses sociais e econômicos do país, admitindo que a falência de empresas configura lesões ao mercado regular e à sociedade decorrente da necessidade de preservar os empregos, assim como a perda de uma atividade que movimenta a economia.

A linha entre fins privados e fins públicos é tênue e, em muitos casos, eles se confundem, o que faz com que inexista a opção certa ou errada. As soluções legislativas que devem ser dadas dependem da forma com que a sociedade sente os problemas dos sujeitos afetados pela insolvência, para então definir qual incentivo é adequado para aquele momento

---

<sup>94</sup> *Ibidem*, p. 201.

e repartir de forma igualitária os efeitos entre os sujeitos. A recuperação, desde que possível (viável), une as duas finalidades.

Contudo, a digressão feita é imprescindível para identificar a importância que o valor da recuperação das empresas possui, a influência que as crises têm sobre as mudanças que ocorrem nas finalidades da insolvência observada a partir do ordenamento norte-americano que, comprovadamente, influencia/influenciou os movimentos realizados pela jurisdição de países ocidentais, conforme foi demonstrado no primeiro capítulo em Portugal.

### 2.3 A ÚLTIMA GRANDE CRISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DE 2007/2008

Atualmente, as recentes mudanças ocorridas no âmbito da insolvência europeia foram causadas pela última grande crise. Conforme demonstrado, nota-se que a necessidade de legislar no âmbito falimentar tem seu ímpeto em momentos de recessão econômica, normalmente oriunda de algum momento de distúrbio na economia do país, e isso não foi diferente diante da forte crise econômico-financeira ocorrida em 2007/2008, intitulada de crise do *subprime*.

A exposição das mudanças que ocorreram após a última crise mundial é relevante para conjecturar medidas que possibilitem atenuar os problemas e notar as transformações deixadas e já identificadas em outros ordenamentos. Ainda que as diferenças econômicas, políticas e jurídicas entre os ordenamentos impossibilitem uma reprodução perfeita dos mesmos, algumas lições podem ser aprendidas e transcritas.

#### 2.3.1 A complexidade da estrutura de dívida das empresas pós-crise

Originada nos Estados Unidos, a crise expandiu-se através de “efeito contágio” até a Europa e países asiáticos, abalou as estruturas financeiras de grande parte do mundo, e levou doutrinadores e entidades públicas a refletirem sobre a total fragilidade do sistema financeiro europeu.

A abundância de crédito disponível no mercado anterior à crise gerou uma falsa sensação de segurança, que resultou no crescimento dos balanços e fez com que se assistisse a uma multiplicação artificial da moeda. Com esse sentimento de indestrutível, os bancos passaram a adotar perfis de risco mais agressivos, atuando em áreas inseguras e que não faziam parte do seu núcleo de atuação<sup>95</sup>.

Isso escancarou a falta de regulação bancária e levou muitas instituições sólidas a declararem insolvência ou à sua venda, a exemplo em Portugal o Banco Privado Português S.A. declarou insolvência e o Banco Português de Negócios S.A. foi nacionalizado. Este cenário gerou a quebra na confiança e a escassez de créditos. O mercado totalmente fragilizado com a crise, obrigou-se a retrainir o que gerou uma enorme dificuldade na concessão de créditos bancários. Desta forma tanto os créditos para alavancagem quanto para recuperação das empresas não estavam à disposição e o suporte do meio comercial é imprescindível para alcançar com êxito a recuperação de uma empresa<sup>96</sup>.

Nos Estados Unidos o cenário era o mesmo, a maior diferença estava na diversificação de concessões creditícias. Com os bancos desencorajados a ceder créditos e o mercado interbancário com baixa credibilidade, grande parte das empresas norte-americanas recorreram às *hedge funds* e *private equity firms*<sup>97</sup>.

Essas empresas tiveram um protagonismo demasiado importante para a regeneração econômica americana e foram uma boa opção para a concessão de créditos. Além disso, já

---

<sup>95</sup> PINA, Carmina Campos. *O mercado de non-performing loans em Portugal: o novo quadro regulatório dos bancos como ponto de viragem do mercado*. Tese de Mestrado em Direito e Gestão. Universidade Católica Portuguesa, 2013, p. 3. Disponível em: <[https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/14558/1/C.Pina\\_Direito%20e%20Gest%C3%A3o\\_O%20Mercado%20de%20NPL%27s%20em%20Portugal.pdf](https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/14558/1/C.Pina_Direito%20e%20Gest%C3%A3o_O%20Mercado%20de%20NPL%27s%20em%20Portugal.pdf)>. Acesso em: 17, set., 2018.

<sup>96</sup> *Ibidem*, p. 3.

<sup>97</sup> Importante ressaltar que enquanto alguns autores entendem as *hedge funds* e *private equity firms* como benéficas para o mercado, conforme demonstrado por GILSON, Stuart C. Coming Through in a Crisis: How Chapter 11 and the Debt Restructuring Industry Are Helping to Revive the U.S. Economy. In: *Journal of Applied Corporate Finance* 24, nº. 4, 2012, pp. 23–35, p. 24. Disponível em: <[https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/Coming%20Through%20in%20a%20Crisis\\_1ffcaae3-d616-47f1-875b-de4b09d97b65.pdf](https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/Coming%20Through%20in%20a%20Crisis_1ffcaae3-d616-47f1-875b-de4b09d97b65.pdf)>. Acesso em: 20, set., 2018. e PINA, Carmina Campos. O mercado de *non-performing loans*... *Op. cit.* p. 19. Outros observam-nas com bastante receio, principalmente pelo alto risco que essas instituições trabalham, pela ausência ou pouquíssima regulação atribuída à sua atividade e principalmente pelo risco de gerar crises sistêmicas como é o caso de CÂMARA, Paulo. Crise financeira e regulação. In: *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 69, Vol. III/IV, 2009, pp. 697-728, p.709. Disponível em: <<https://portal.oa.pt/upl/%7B7bffdad7-33e3-4d00-b301-bfbc5f8dfefd%7D.pdf>>. Acesso em: 17. Set., 2018. e LO, Andrew W. *Hedge Funds, Systemic Risk, and the Financial Crisis of 2007-2008: Written Testimony for the House Oversight Committee Hearing on Hedge Funds* (November 13, 2008). Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1301217>>. Acesso em: 10, out., 2018.

representavam transformações no mercado de crédito, com a crise elas tomaram maior protagonismo e, como leciona Catarina Serra, esse fenômeno representa o fim do tradicional monopólio de pequenos grupos de bancos na atividade de transação de dívidas das empresas insolventes e a intervenção progressiva de investidores institucionais<sup>98</sup>.

Conforme atribui Gilson Stuart<sup>99</sup> o mercado dos *non-performing loans* possui papel significativo no processo de reestruturação das dívidas por suas perícias e experiências operacionais, seja comprando novas dívidas ou títulos patrimoniais sob planos de reorganização ou fornecendo financiamentos, o que anteriormente era papel exclusivo dos bancos. Entretanto, essas inovações e chegadas de novos agentes não trazem apenas benefícios, o objetivo em participar na recuperação dessas empresas debilitadas pode, muitas vezes, ser a tomada de seu controle através da recuperação<sup>100</sup>.

Ademais, essas instituições deixam a estrutura de dívidas mais sofisticada e complexa, visto que além de serem novos credores com divergentes e variados interesses, ainda por cima trabalham com derivados de créditos. Se antes as empresas concentravam o seu financiamento em meia dúzia de bancos e os consensos eram bem mais fáceis e rápidos devido ao pequeno grupo de credores e pouco diversificado, com a chegada desses novos agentes, que já existiam no mercado, mas intensificaram a sua participação com o advento da crise, os credores tornaram-se mais numerosos e com interesses heterogêneos. Isso aumenta não só os obstáculos para chegar a um consenso, mas também os custos<sup>101</sup>.

Nota-se uma grande complexidade na corrida pelos ativos do devedor, mas antes de perceber essa complexidade introduzida pela crise, como poderia ocorrer a recuperação das empresas se, em Portugal, o primado da recuperação havia sido retirado pelo legislador e durante o período que ocorreu a grande crise não haviam instrumentos eficazes de reestruturação preventiva<sup>102</sup>?

---

<sup>98</sup> SERRA, Catarina. A contratualização da insolvência: hybrid procedure e pre-packs (a insolvência entre a lei e a autonomia privada). In: *II Congresso – Direito das Sociedades em Revista*, Editora Almedina, Coimbra, 2012, p. 269 e ss.

<sup>99</sup> GILSON, Stuart C. *Coming Through...*, *Op. cit.*, p. 24.

<sup>100</sup> GILSON, Stuart C. *Creating value through corporate restructuring: Case studies in bankruptcies, buyouts, and breakups*. Second Edition, Wiley, New Jersey, 2010, p. 270-271.

<sup>101</sup> SERRA, Catarina. A Contratualização da insolvência..., *Op. cit.*, p. 269 e 270.

<sup>102</sup> Além disso, destaca-se que o sucesso das reestruturações muitas vezes depende de dois fatores: (1) encontrar a liquidez necessária e (2) obter um financiamento antecipado. A liquidez é a alma da reorganização e o seu propósito é resgatar as empresas viáveis, mas que se encontram em dificuldades, uma vez que ao curar os

### 2.3.2 A inexistência de instrumentos recuperatórios

Consoante já foi demonstrado, a falta de instrumentos recuperatórios não era exclusiva de Portugal, pois quando se olha para a situação econômica em que a Espanha se encontrava durante a crise (no período de 2008-2013), o Produto Interno Bruto (PIB) do país despencou mais de 8%, o desemprego alcançou a marca de 26%, o setor financeiro caiu mais de 18%, o valor real das empresas desvalorizou em cerca de 35%. Tudo isso levou a um forte aumento dos procedimentos de insolvência, os quais passaram de 1.000 processos anuais antes da crise para 9.000 no momento mais agudo dela. Na Espanha o uso dos procedimentos concursais para a resolução de problemas da insolvência era muito raso e praticamente inexistente, considerado na época uma das mais baixas do mundo<sup>103</sup>.

Em decorrência deste cenário desastroso, advém o ímpeto reformista para tentar estancar a sangria. No cenário português, as leis de insolvência que haviam acabado de ser reformadas e a valoração da satisfação dos credores estava retomado o *status* de objetivo precípua perseguido pelo Código de Insolvência, obrigou o legislador a voltar atrás e realizar mais uma mudança (conforme demonstrado no tópico 1.1.4).

O momento anterior à crise do *subprime* era de progresso e de certa estabilidade, tanto que isso se refletiu nas modificações feitas com a criação do CIRE que, àquela altura, não dispunha de meios efetivos para a recuperação das empresas. Entretanto, após o prelúdio da crise, o cenário era de total recessão, e isso refletiu no desespero e preocupação no âmbito jurídico da insolvência com as mudanças ocorridas em 2012 e o regresso ao interesse maior na continuidade das empresas.

Isso foi muito característico também na Espanha, pois durante o período de 2009 a 2015 a *Ley Concursal (LC)* espanhola foi alterada quatro vezes e observa-se o caminho escolhido pelo legislador espanhol muito parecido com aquele sugerido pela Comissão Europeia em que, os ordenamentos jurídicos que não haviam uma insolvência sofisticada,

---

negócios em dificuldades conseguem aliviar seus débitos e cumprir com seus deveres mediante aqueles que possuem direitos garantidos.

<sup>103</sup> GARCIA-POSADA, Miguel e VEGAS, Raquel. Las Reformas de La Ley Concursal Durante La Gran Recesión. In: Documento de Trabajo n.º. 1610. Banco de España. Madrid, 2016, p. 7. Disponível em: <<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadadas/DocumentosTrabajo/16/Fich/dt1610.pdf>>. Acesso em: 18, out., 2018.

capaz de remediar os problemas que não existiam e/ou que se intensificaram com a derrocada da crise, recomendou investir na facilitação de meios de recuperação empresarial, sejam eles formais, informais ou híbridos<sup>104</sup>.

Em 2009 as principais características da reforma foram: 1) ampliar o uso de procedimentos abreviados; 2) liquidação antecipada, facilitar as propostas antecipadas de acordo; 3) impossibilidade de rescindir os acordos de refinanciamento; 4) limitar a remuneração dos administradores da insolvência. Já em 2012 as reformas foram: 1) ampliar ainda mais o uso de procedimentos antecipados; 2) liquidação por parte do administrador nos casos de inviabilidade da empresa; 3) “concursos expressos”; 4) um único administrador concursal; 5) as pessoas jurídicas passam a ser admitidas enquanto administradoras concursais. Em março de 2014 houve mais uma mudança, qual seja a melhora no regime de acordos de refinanciamento no tocante à paralização de execuções, o término do acordo e imposição aos credores dissidentes. Por fim, em setembro de 2014 sugeriu-se a melhora no regime de convênios, o término dos regimes e imposição aos credores privilegiados dissidentes, e facilitar a venda da empresa como uma unidade de negócio<sup>105</sup>.

### 2.3.3 As soluções do Parlamento Europeu e a pré-insolvência enquanto prioridade

A União Europeia sentiu a falta de harmonização dos seus ordenamentos jurídicos falimentares e a carência na diversificação dos concessionários de crédito, os quais possuem um sistema de crédito praticamente exclusivo de empréstimos bancários, dificultando ainda mais a sua recuperação pós-crise (conforme demonstrado no tópico 1.2).

O maior exemplo dessa necessidade de legislar pode ser comprovado com a promulgação do Parlamento Europeu da proposta Diretiva relativa à “Reestruturação Preventiva, à concessão de uma segunda oportunidade e às medidas destinadas a aumentar a eficácia dos processos de reestruturação, insolvência e quitação”, na qual em muitos momentos exalta esse instrumento como essencial para a rápida recuperação da economia e

---

<sup>104</sup> GARCIA-POSADA, Miguel e VEGAS, Raquel. Las Reformas..., *Op. cit.*, p. 7.

<sup>105</sup> *Ibidem*, p. 7.

critica a inexistência do mesmo em alguns Estados-membros que acabam trazendo problemas-chaves para a economia europeia.

Essa tendência do Parlamento Europeu já vinha sendo desenhada há tempos, desde a Recomendação da Comissão de 12 de março de 2014, em seguida com os Estudos de uma nova abordagem para as falhas das empresas até o último documento público nomeado de “Estudos de avaliação de impacto sobre opções políticas para uma nova iniciativa sobre os requisitos mínimos em matéria de insolvência e lei de reestruturação”<sup>106</sup>. Conforme prevê Catarina Serra<sup>107</sup>, a insistência que o Parlamento Europeu exerce para promover essas mudanças leva a crer que algumas inovações oferecidas pela Proposta de Diretiva podem ser dadas como certas.

O Parlamento Europeu não mediu esforços e foi direto ao ponto para possibilitar as medidas de reestruturação preventiva, inclusive muitas delas copiadas do que foi introduzido pelo *Chapter 11*. Além disso, conforme foi dito, o mercado financeiro norte-americano conta com a diversificação de meios de requisição de crédito e um mercado de capital bem mais difundido que o Europeu, o que motivou o Parlamento a, também, tentar implementar um mercado mais diversificado que não dependa exclusivamente dos financiamentos bancários.

Essas questões ainda intensificam-se quando associadas a outros pormenores como a impossibilidade de predir as crises<sup>108</sup>, portanto parte-se do pressuposto que as crises sempre existirão e o que o Estado pode fazer é ativar “arames de tropeços” ou indicadores de vulnerabilidades e lombadas redutoras de velocidade (*speed bumps*)<sup>109</sup>.

---

<sup>106</sup> COMISSÃO EUROPEIA. Impact assessment study on policy options for a new initiative on minimum standards in insolvency and restructuring law. Brussels, 2017. Disponível em: <[https://ec.europa.eu/info/files/impact-assessment-study-policy-options-new-initiative-minimum-standards-insolvency-and-restructuring-law\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/impact-assessment-study-policy-options-new-initiative-minimum-standards-insolvency-and-restructuring-law_en)>. Acesso em: 02, out., 2018.

<sup>107</sup> SERRA, Catarina. Direito da Insolvência em movimento..., *Op. Cit.* p. 99

<sup>108</sup> Conforme define Grabel (2003c) não há como predir as crises. Segundo o diagrama apresentado pelo autor ao contrário do projeto de predição neoclássico a resposta dos operadores não é unidirecional, portanto a resposta a predição da crise pode gerar tendências econômicas desestabilizadoras como pode gerar efeitos estabilizadores sobre a economia e a partir daí gerar um efeito espiral para os dois lados, tanto para a tendência econômica desestabilizadora que gerará predição a crise e novamente tendências econômicas desestabilizadoras como para o lado do efeito estabilizador sobre a economia que gerará predição da crise e novamente efeitos estabilizadores sobre a economia. Portanto, evidencia-se a incapacidade de predição das crises e Grabel desloca o eixo da sua investigação do campo da predição para o da prevenção das crises. (*Apud* QUELHAS, José Manuel). *Sobre as Crises Financeiras, o Risco Sistémico e a Incerteza Sistemática*. Editora Almedina, Coimbra, 2013. p. 585-593.

<sup>109</sup> GABREL (*apud* QUELHAS, José Manuel). *Op. cit.*, p. 593-614.

Portanto, o apoio à recuperação de empresas e o incentivo à utilização de instrumentos de reestruturação preventiva não vão impedir a existência das crises, mas podem auxiliar, *ex post*, em uma rápida recuperação do tecido empresarial e, conseqüentemente, da economia dos países. Isso foi bem observado nos Estados Unidos que dispunha de um mercado com alternativas diversas de acesso ao crédito, e converge ao fato de ter instrumentos que priorizavam a recuperação das empresas. Diferentemente do que ocorreu na Europa, na qual não havia diversificação do acesso ao crédito e, em alguns países, não existiam meios que viabilizassem a recuperação das empresas.

A crise escancarou as fragilidades existentes no mercado financeiro europeu, levando a Comissão Europeia a adotar políticas para fortalecer, supervisionar e unificar os bancos europeus com o objetivo de, ao menos, tentar assegurar o menor impacto possível. Daí adveio a criação da União Bancária que teve o seu roteiro publicado em 12 de setembro de 2012 e, posteriormente, a União dos Mercados de Capitais (UMC) que teve o seu início em fevereiro de 2015.

Em todos os instrumentos anteriormente publicados, a Comissão Europeia ressalta que um dos obstáculos apresentados nos inúmeros livros verdes, relatório de presidentes, planos de ações, entre outros, foi a falta de harmonia entre os diplomas dos Estados-membros sobre o Direito da Insolvência, em especial pela ausência de meios de reestruturação anteriores e pela falta de alternativas ao financiamento das empresas, fortemente dependentes das oligarquias bancárias.

Contudo, nota-se que os períodos de crise econômica resultam diretamente em respostas legislativas no âmbito falimentar, enquanto que períodos de progresso podem resultar na revogação de legislação<sup>110</sup>. Esse ciclo pendular de recessão/positivação e progressão/revogação obedecido pela legislação falimentar perdura até os dias de hoje, e isso não é difícil constatar com base na história que a insolvência percorreu em diferentes ordenamentos<sup>111</sup>.

---

<sup>110</sup> SERRA, Catarina. Direito da Insolvência em movimento..., *Op. cit.*, p. 133.

<sup>111</sup> O primeiro capítulo exemplificou esse movimento do Direito da Insolvência português que atravessou vários momentos na sua história, dentre finalidades liquidatárias, posteriormente saneadoras, e em seguida o regresso à liquidação até o que hoje a doutrina chama de um processo recuperatório e, em muitas transições, tais mudanças foram frutos de algumas perturbações econômico-financeiras no mercado.

Todo o exposto demonstra que as crises têm muito a ensinar. Aprender com elas é determinante para aprimorar os institutos existentes, desde a implantação de freios e mecanismos para regular as atividades financeiras, com a evidência da total fragilidade desse setor, até a demonstração da importância de instrumentos recuperatórios na insolvência.

Alguns pontos merecem destaque, primeiramente (e exaustivamente destacada), a necessidade da existência de métodos recuperatórios nos períodos de crise, o que pode ser demonstrado nos ordenamentos jurídicos português e espanhol que, imediatamente, introduziram em seus ordenamentos mecanismos para auxiliar as empresas em dificuldade, alocando a recuperação das empresas no centro gravitacional da insolvência.

Em seguida, os regulamentos e documentos não vinculativos do Parlamento Europeu apontam para aquilo que, há tempos, já é experimentado no ordenamento jurídico norte-americano, especificamente desde o suposto regresso da falência-liquidação neste ordenamento comandado pelo *lobby* das instituições de crédito. A prevenção da insolvência é, sem sombra de dúvidas, o que alguns autores<sup>112</sup> denominam enquanto ‘novo’ direito da insolvência e, a partir dessa concepção, confirma-se a centralidade da recuperação das empresas.

Desta feita, o grande momento em que se destacam as mudanças ocorridas no âmbito da insolvência nos últimos anos foi a ascensão esmagadora de meios de reestruturação preventivos, nos EUA fortemente caracterizados pela liberdade contratual entre as partes, o que significa maior autonomia e poder para os credores que possuem maior poder de barganha, enquanto que em Portugal foram introduzidos meios preventivos, só que com menor liberdade às partes.

A crise modificou a estrutura de dívida das empresas, tornando-a mais complexa e introduzindo novos agentes no âmbito das relações de insolvência, o que dificulta a utilização desses meios preventivos contratuais devido à falta de homogeneidade dos interesses. Até muito recente, acreditava-se que a utilização de contratos para remediar a insolvência e procedimentos *out of court* eram dominantes por serem mais rápidos e menos custosos. Esse cálculo foi alterado com o crescimento de novos *players* e o resguardo dos

---

<sup>112</sup> SERRA, Catarina. *Regime Extrajudicial de Recuperação de Empresas – Análise (e) Crítica*. Editora Almedina, Coimbra, 2018, p. 19.

tribunais acaba por ser indispensável nas situações mais complexas para evitar abusos e harmonizar os interesses<sup>113</sup>.

Por fim, conclui-se que a última grande crise ocasionou um *shift* em muitos ordenamentos jurídicos, inclusive o português, pois preocupavam-se mais em evitá-la do que verdadeiramente resolvê-la, e a disponibilidade de variadas medidas recuperatórias, desde meios extrajudiciais para casos mais simples até procedimentos formais para casos mais complexos, tornaram-se indispensáveis para um Direito da Insolvência flexível.

---

<sup>113</sup> GILSON, Stuart C. *Coming Throught in a Crisis.....*, *Op. cit.*, p.35.

### 3 A PROBLEMATIZAÇÃO DA INSOLVÊNCIA

Neste capítulo pretende-se discorrer acerca do fim ao qual a insolvência está designada para, posteriormente, definir o grau de importância e necessidade de incentivar a recuperação das empresas. Algumas teorias colocam a insolvência apenas enquanto uma execução universal de bens que pretende resolver a distribuição dos ativos do devedor entre os credores (*common pool problem*), já outras colocam-na como um instrumento abrangente que deve abranger outros valores além do estrito valor econômico.

A exposição das duas correntes, uma que singulariza o valor econômico e outra que abrange uma multiplicidade de valores é importante por assentar em um plano abstrato qual e como o Direito da Insolvência deve atingir a sua finalidade. Será que é possível identificar nas teorias algo que justifique e reoriente os fins da insolvência, não apenas atribuindo sua existência ao *common pool problem*, como também para um direito centrado na recuperação das empresas, para assim fortalecer esse princípio que até então existe apenas devido a uma necessidade prática, como foi demonstrado na linha histórica?

Desta forma, a finalidade da insolvência poderá ser seguida através de diferentes perspectivas e a centralidade da recuperação das empresas terá mais força em um, enquanto que no outro estará subordinada à maximização dos lucros da massa insolvente. O Direito da Insolvência passa por mudanças e isso significa que novos desafios estão por vir, como a forte tendência de afastamento do judiciário e maior liberdade contratual, contudo a primazia da recuperação não pode estar subordinada, estritamente, aos valores econômicos.

Com essa análise será possível, posteriormente, posicionar e orientar a natureza jurídica da insolvência no Direito português, justificando a sua existência através de uma das teorias. Assim sendo, a delimitação dos limites à reestruturação precoce para resolução da dificuldade das empresas será facilitada.

#### 3.1 ANÁLISE TEÓRICA DA INSOLVÊNCIA

Alguns autores procuram identificar uma visão ideal para o Direito da Insolvência e, com isso, definir valores que este instituto deve perseguir, além de distintas formas de

enxergá-lo. A análise desses posicionamentos é relevante para perceber de que forma os instrumentos de reestruturação são significativos para a insolvência.

Não é possível abordar todas as teorias, por isso destaca-se aquelas que são relevantes para a estrutura do trabalho. Importante ressaltar que essa discussão teórica sobre o Direito da Insolvência teve enquanto palco o ordenamento jurídico norte-americano, e isso impôs diferenças importantes para a maioria dos ordenamentos jurídicos europeus, começando pelas fontes do direito, em que naquele predominam os precedentes, enquanto que na Europa predomina o direito normativo.

Nos EUA, durante o período dos anos 90 até a metade dos anos 2000, as visões teóricas sobre a razão de ser do Direito da Insolvência faziam-se presentes, mas com o passar do tempo essas discussões foram morrendo lentamente e nota-se que na maioria das recentes publicações acadêmicas não se têm como escopo discussões empíricas. Enquanto isso, na Europa esses desdobramentos teóricos pouco se fizeram presentes, a preocupação em discutir os fins do Direito da Insolvência dentro de seus ordenamentos não prevaleceram pela doutrina, predominando uma visão mais pragmática do mesmo<sup>114</sup>.

Essas visões são importantes, pois através das ideias que elas suscitam é possível retirar elementos essenciais e identificar qual o real objetivo que o Direito da Insolvência busca resolver, para que assim as mudanças em sua finalidade adquiram valor, e não sejam apenas mudanças ocas, para fortificar as estruturas que alicerçam um Direito da Insolvência autônomo.

### 3.1.1 A maximização do direito dos credores e a teoria de barganha entre credores de Jackson

Thomas Jackson desenvolve uma teoria bem interessante para justificar a existência do Direito da Insolvência. A teoria da barganha entre credores foi, e ainda é, muito citada

---

<sup>114</sup> GHIO, Emilie. *Time to Renew the Debate on Cross-Border Insolvency Law: Out with Theoretical Ideals, in with Pragmatism*. in the Clarification and Harmonisation of Preventive Restructuring Frameworks. In: GANT, Jennifer L.L. (Ed.). *Harmonisation of European Insolvency Law*. INSOL-Europe, Nottingham, 2017, pp. 173-187, p. 187. Disponível em: <[http://irep.ntu.ac.uk/id/eprint/31980/1/9424\\_Gant.pdf](http://irep.ntu.ac.uk/id/eprint/31980/1/9424_Gant.pdf)>. Acesso em: 20 de out., 2018.

pela doutrina<sup>115</sup>. Essa teoria observa a insolvência enquanto um instrumento coletivista que justifica a sua existência em impedir uma corrida desenfreada e individualizada entre credores e, ainda, em reaver os créditos cedidos a uma empresa em dificuldade.

O autor chega às suas conclusões através de planos hipotéticos e das experiências empíricas baseadas na teoria de John Rawls<sup>116</sup>. Em um primeiro momento, Jackson coloca “sob o véu da ignorância” de Rawls os credores que estão inseridos no ciclo problemático da empresa para que entrem em um acordo entre si, sem qualquer distinção entre eles e sem saber que tipo de credor são, a fim de definir por quais princípios a insolvência deve ser guiada<sup>117</sup>.

A visão da teoria da barganha dos credores contém um núcleo contratual central baseado na premissa normativa de que a lei da insolvência deve refletir o acordo hipotético que os credores alcançariam se negociassem entre si antes de estender os créditos à empresa com problemas, caso não existisse insolvência<sup>118</sup>.

Em resposta, o autor sugere que, se não existisse insolvência haveria uma guerra de todos contra todos, e compara com uma lagoa de peixes em que as pessoas tentariam pescar o máximo que pudessem sem se preocupar com as outras<sup>119</sup>. Nestes termos, as pessoas que não são titulares de direitos não devem receber tratamento especial em caso de insolvência, em prejuízo dos titulares de direitos, bem como tais direitos não podem ser diminuídos ou enfraquecidos em detrimento de *outsiders*.

---

<sup>115</sup> Cf. FINCH, Vanessa. *Corporate Insolvency Law. Perspective and Principles*. Cambridge University Press, Second edition, Cambridge, 2009.; MCCORMACK, Gerard. *Op.cit.* e; SERRA, Catarina. *A Contratualização da insolvência...*, *Op. cit.*

<sup>116</sup> A Teoria de Rawls procura definir os princípios de justiça partindo de uma situação imaginária que o autor chama de posição original. Em um imaginário, Rawls projeta de que forma as pessoas escolheriam as regras de uma sociedade se estivessem sob um “véu da ignorância” em que não sabem quais das alternativas vão afetá-los, e eles são obrigados a criar princípios apenas com base nessas considerações. Não sabem seu lugar na sociedade, não sabem sua classe social, não sabem suas fortunas na distribuição natural de ativos, não sabem suas habilidades, intelectualidade e força. RAWLS, John. *Theory of Justice revised edition*. Harvard University Press, Havard, 1999, p.118.

<sup>117</sup> Cf. JACKSON, Thomas H. *The Logic and Limits of Bankruptcy Law* (apud. FINCH, Vanessa). *Op. Cit.*, p. 32 e; MCCORMACK, Gerard. *Op. cit.*, p. 24.

<sup>118</sup> A metáfora utilizada por Gerard McCormack pode traduzir a ideia de insolvência: “*Mixing metaphors, insolvency law is seen essentially as a response to a common pool problem in that creditors fishing individually in a common pool may deplete or exhaust the stock of fish to the detriment of the group as a whole.*” Cf. MCCORMACK, Gerard. *Op. cit.*, p. 24.

<sup>119</sup> DE WEIJS, Rolof J. Harmonisation of european insolvency law and the need to tackle two common problems: common pool & anticommon. In: *Amsterdam Law School Legal Studies Research n°. 2011-44*, Centre for the Study of European Contract Law, 2011, p. 3. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1950100>>. Acesso em: 01, nov., 2018.

Na teoria desenvolvida por Baird e Jackson<sup>120</sup> o único objetivo da falência é aquele que está atinente a valores econômicos para aumentar os esforços de cobrança dos credores com direitos de propriedade definidos pelo Estado. Em sua concepção, a insolvência existe para impedir que credores ajam individualmente contra os ativos da empresa, interferindo na utilização desses ativos, os quais devem assegurar o melhor interesse dos credores enquanto grupo.

Jackson supõe que se os credores estivessem livres para eleger as formas de realização dos seus direitos eles elegeriam as formas de realização coletiva em detrimento de ações individuais para obter uma maximização de valor dos bens a distribuir por todos, visto que agindo em conjunto e pensando de forma coletiva o risco de diminuição dos ativos emprestados seria menor<sup>121</sup>. Nestes termos, a (re)distribuição de riquezas no Direito da Insolvência deve resguardar aqueles indivíduos que já possuem direitos adquiridos fora do âmbito da insolvência.

Na ocasião dos direitos dos empregados, fornecedores, clientes e comunidades serão assistidos pela insolvência apenas quando tiverem constituído algum direito legal aplicável, logo os *outsiders* que podem vir a ser prejudicados em decorrência da falência, mas não possuem direito constituído, devem ser desconsiderados e analisados separadamente, não em paridade com a cadeia de credores.

Para enfatizar, Jackson e Baird<sup>122</sup> sugerem:

A economia de uma cidade inteira pode ser interrompida quando uma grande fábrica fecha. Muitos funcionários podem ficar sem trabalho. O fracasso de uma empresa pode levar ao fracasso de quem forneceu matéria-prima e daqueles que adquiriram seus produtos acabados. Alguns acreditam que a prevenção de tais

---

<sup>120</sup> BAIRD, Douglas C. and JACKSON, Thomas H. Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy. In: *University of Chicago Law Review* 97, 1984, pp. 97-130, p. 101 e ss. Disponível em: <[https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=2041&context=journal\\_articles](https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=2041&context=journal_articles)>. Acesso em: 03, nov., 2018.

<sup>121</sup> Neste primeiro momento, o autor desconsidera a posição dos credores envolvidos e demonstra que, caso eles ajam conjuntamente, haverá a redução de custos estratégicos, visto que não haverá corrida ao tribunal, e caso o contrário ocorra de um credor ser beneficiado em relação ao outro, sem saber qual dos dois seria o prejudicado. Com isso, é melhor eles dividirem o que resta dos ativos igualmente do que um ser prejudicado e outro beneficiado. Cf. JACKSON, Thomas H. Bankruptcy, nonbankruptcy entitlements, and the creditors' bargain. In: *The Yale Law Journal*, Vol. 91, n.º. 5, (Apr., 1982), pp. 857-907, p. 891. Disponível em: <[www.jstor.org/stable/796070](http://www.jstor.org/stable/796070)>. Acesso em: 13, nov., 2018.

<sup>122</sup> BAIRD, Douglas C. and JACKSON, Thomas H., Corporate Reorganizations..., *Op. cit.*, p. 101 e 102.

consequências vale os custos de tentar manter a empresa em funcionamento e justifica a colocação de ônus sobre os credores garantidos da empresa. Pensamos que essa visão é, por uma questão de política de falência, fundamentalmente errada.

Justificam seu pensamento alegando que criar remédios para todos os danos que um negócio em dificuldade pode trazer é muito difícil e está além da competência do tribunal da falência. É difícil a avaliação de todos os efeitos da quebra de uma empresa. Forçar os investidores a manter seus créditos em uma empresa relativamente improdutivo pode limitar a liberdade de utilizar esses investimentos em outra empresa produtiva, e isso é capaz de desestimular o investimento. Deste modo, ao invés de preocupar-se com os amplos interesses, o juiz deve concentrar-se nos danos demonstráveis que estão à sua frente<sup>123</sup>.

Consoante o exposto, os custos dos procedimentos de resgate corporativo devem ser impostos àqueles que terão benefícios com os procedimentos. À vista disto, os credores garantidos não terão de abrir mão dos direitos que gozam fora da insolvência, nem a sua realização deve ser atrasada para que ocorra o resgate.

Não seria justo um credor que goza de algum direito de propriedade ter de abrir mão, enquanto os credores comuns, que serão os mais beneficiados, não assumam nenhum risco. Uma regra que promove os direitos de propriedade dos credores garantidos não visa impedir as reorganizações desejáveis, mas sim o oposto, visto que encorajam os credores e acionistas a pagarem por oportunidades que podem beneficiar-lhes uma vez que eles não tem muito a perder, o que não pode ser dito dos credores garantidos os quais podem ver o seu direito de propriedade esvaír-se caso a reorganização fracasse<sup>124</sup>.

Segundo Jackson e Scott<sup>125</sup>, a pedra angular da teoria de barganha entre credores está nas reclamações normatizadas, e entendem que os direitos pré-insolvenciais não devem ser equiparados ao direito da insolvência, exceto nos casos em que refletir na maximização da distribuição de ativos entre o grupo de credores.

---

<sup>123</sup> BAIRD, Douglas C. and JACKSON, Thomas H. *Corporate Reorganizations...*, *Op. cit.*, p. 102.

<sup>124</sup> JACKSON, Thomas H. *The Logic and Limits of Bankruptcy Law* (apud McCORMACK, Gerard). *Op.cit.* p. 23.

<sup>125</sup> JACKSON, Thomas H. and SCOTT, Robert E. On the Nature of Bankruptcy: An Essay on Bankruptcy Sharing and the Creditors' Bargain. In: *Virginia Law Review*, vol. 75 n°. 2, mar. 1989, pp. 155-204, p. 159. Disponível em: <[www.jstor.org/stable/1073167](http://www.jstor.org/stable/1073167)>. Acesso em: 14, set., 2018.

Jackson<sup>126</sup> define os procedimentos de reorganizações cenquanto um método através do qual a venda de uma empresa em operação pode ser feita aos próprios credores por meio de duas etapas: 1) Os ativos são vendidos e; 2) a reclamação contra o devedor é paga como produto dessa venda. Em seu entendimento, as reorganizações são liquidações que permitem manter o valor de uma empresa em continuidade, em que ao invés de ter seus ativos distribuídos entre vários terceiros, ela será vendida na sua totalidade aos credores e dessa forma será mantida como uma unidade. Portanto, a escolha entre liquidação e reorganização dependerá diretamente de qual apresentar melhor retorno econômico.

É importante transcrever o trecho em que ele esclarece que os resgates não devem ser considerados como uma prioridade para a insolvência<sup>127</sup>:

Considere a meta de "reabilitação" de um processo do *chapter 11*. Ninguém, no nosso conhecimento, argumenta que manter uma empresa intacta é sempre uma coisa boa. No entanto, assim que se admite que uma reorganização nem sempre é desejável, enfrenta-se o problema de entender e articular por que as reorganizações são favorecidas em primeiro lugar e quanto deve ser dispensado para facilitá-las.

Além disso, quando questionado em relação ao poder que os credores garantidos teriam em detrimento dos credores comuns, Baird e Jackson<sup>128</sup> aduzem que, para solucionar esse desequilíbrio, basta oferecer juros àqueles que estão em divergência ao plano, evitando a oportunidade de destinar aos tribunais o equilíbrio dessa relação complexa de interesses contrários.

Esta teoria é criticada<sup>129</sup> por muitos motivos. Primeiro por observar apenas os aspectos econômicos da lei da insolvência, o que resultaria em uma visão da empresa como um simples conjunto de ativos, e outros valores como os morais, políticos, sociais e pessoais seriam ignorados. Segundo, que não retrata a realidade, visto que os credores colocados *ex ante* à insolvência devem ser iguais e sem históricos, o que não acontece na vida real em que os credores possuem conhecimentos, habilidades, poderes e custos do litígio.

Não faz sentido credores garantidos concordarem em coletivizar suas litigações junto a outros credores mais fracos sem uma razão de ser. Sem falar que chegar a um consenso

---

<sup>126</sup> JACKSON, Thomas H. *Bankruptcy, nonbankruptcy...*, *Op. cit.*, p. 53.

<sup>127</sup> BAIRD, Douglas C. and JACKSON, Thomas H. *Corporate Reorganizations...*, *Op. cit.*, p. 99 e 100.

<sup>128</sup> *Ibidem*, p. 125.

<sup>129</sup> FINCH, Vanessa. *Op. cit.*, p. 34.

entre os credores em um plano hipotético em que eles não sabem a sua posição é dedutível, mas quando isso deixa de ser um plano hipotético e passa-se a considerar os credores nas suas reais posições, é pouco provável que aqueles que possuem direitos garantidos abram mão em benefício da coletividade de credores, a menos que lhes sejam garantidos o ressarcimento de juros para igualar a relação nos moldes que receberiam caso ocorresse a liquidação<sup>130</sup>.

Portanto, a insolvência não deve ser vista apenas enquanto um instrumento de cobrança de dívidas em benefício dos credores, e essa teoria da barganha entre credores apresentada por Jackson faz com que a insolvência não passe de um mero instrumento de execução universal (claramente a finalidade única da insolvência). Essa leitura estritamente econômica convalida a ideia de contratualização da insolvência, em que a maximização do interesse privado dos credores constituídos é exaltada e, como ficou claro, alguns problemas suscitarão dessa ilimitada autonomia. Outras valorações não podem ser excluídas ainda que esse leitura ofereça uma lei de insolvência limpa e racional<sup>131</sup>, mas com poucos fatores relevantes, o que não reflete a complexidade existente nas relações.

O real significado de manter um empresa viável em continuidade não teria razão de ser<sup>132</sup>, a base que sustenta o primado da recuperação das empresas não se faz presente e optar pela análise estritamente econômica do Direito da Insolvência faz com que a recuperação esteja à mercê dos interesses dos credores. Oferece uma extrema liberdade contratual, o que convalidaria elementos que maximizariam o retorno de créditos aos credores e somente através desses instrumentos é que seria possível a recuperação das empresas.

Claramente o interesse coletivo dos credores apresenta-se como o objetivo único da insolvência e a recuperação das empresas seria uma opção apenas quando demonstrado que, através dela, seria possível atingir a máxima satisfação dos credores, ou seja, a recuperação das empresas é acessória ao interesse dos credores. Isso ocorre pela ausência de outros

---

<sup>130</sup> FINCH, Vanessa. *Op. cit.*, p. 34.

<sup>131</sup> WARREN, Elizabeth. Bankruptcy Policy. In: *The University of Chicago Law Review*, vol. 54, number 3, pp. 775-814, p. 783. Disponível em: <<https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4502&context=uclev>>. Acesso em: 11, out., 2018.

<sup>132</sup> FINCH, Vanessa. *Op. cit.*, p. 34.

valores que fortalecem a existência da recuperação das empresas, a qual não consegue ser alcançada apenas por meio de elementos econômicos.

### 3.1.2 Visão eclética ou múltiplos valores de Warren

Em contraste à visão privatística da maximização de riqueza dos credores, a visão comunitária observa as leis da insolvência enquanto uma balança para a gama indistinta de interesses constituídos. Conseqüentemente, essa visão acredita em uma redistribuição de valores para que, quando houver a insolvência de uma empresa, os credores com mais benefícios possam, de certo modo, ceder lugar a outros como a comunidade em geral.

Centraliza-se nas preocupações distributivas, as quais passam a ser vistas como elemento essencial e inevitável e, com isso, é dada ênfase às questões de sobrevivência da empresa, bem como para a sua liquidação ordenada, visto que se fosse feita na forma contratual estabelecida pela maximização da riqueza do credor, o egoísmo e individualismo do ser humano cegariam as necessidades que a visão comunitária clareia<sup>133</sup>.

Entretanto, essa visão não está livre das críticas. Uma vez que tem como principal problema a sua indeterminação devido à sua amplitude de interesses, a definição de comunidade é praticamente indeterminável e, com isso, o número de interesses em jogo seria proporcional à indefinição. De funcionários locais a fornecedores distantes seria possível reivindicar algum dano ocasionado pela quebra do devedor.

O peso entre interesses a serem resguardados constituiriam uma outra problemática, exemplo, qual interesse o julgador deveria priorizar entre empregados e danos ambientais? Os juízes da insolvência não estariam bem posicionados para decidir o melhor interesse da comunidade e o que deve ou não ser um problema comunitário<sup>134</sup>.

Em contrapartida, a visão que fornece apenas uma razão econômica tem uma noção de insolvência como uma serie de valores que não podem ser organizados em prioridades precisas. Warren<sup>135</sup> define como: “visão suja, complexa, elástica e interconectada da lei de

---

<sup>133</sup> FINCH, Vanessa. *Op. cit.*, p. 38.

<sup>134</sup> *Ibidem*, p. 47.

<sup>135</sup> WARREN, Elizabeth. *Op. cit.*, p. 782.

insolvência na qual nem os resultados podem ser previstos, nem todos os fatores relevantes para uma decisão política podem ser articulados.”

O olhar para a insolvência apenas enquanto um viés econômico traduziria na maximização de riqueza dos credores e não haveria uma distribuição justa, o que só seria possível com a inserção de valores morais, políticos, sociais e pessoais. É justamente isso que a visão eclética acrescenta, uma variedade de valores que qualificarão a insolvência.

Warren<sup>136</sup> demonstra a diferença entre insolvência e execução, nesta o embate se resume entre os interesses do devedor *versus* credor, enquanto que naquela há um colapso dos ativos do devedor e por isso caberá aos próprios credores confrontarem-se por um pedaço do ativo. A distribuição dos ativos entre os credores não é um conceito incidental, mas sim o centro do esquema da insolvência.

A batalha entre credor garantido e credor sem garantia é interessante, mas o Direito da Insolvência tem de abordar uma ampla e variada questão distributiva, visto que dentro da insolvência terão alguns direitos destruídos e outros preservados. Credores que emprestam a consumidores não podem ser tratados da mesma forma que credores que emprestam para grandes corporações. As escolhas hierárquicas dos credores deve ser feita de acordo com o caso apresentado, não é algo tão dedutível quanto parece<sup>137</sup>.

Warren<sup>138</sup> confere uma cobertura ampla aos interessados na falência do devedor até mesmo por danos futuros, como demonstra:

O sistema de falências chega a antecipar as consequências da inadimplência em uma série de possíveis credores, incluindo, por exemplo, futuros reclamantes que ainda não descobriram seus danos ou seus direitos legais e uma agência do governo que poderia descobrir resíduos tóxicos e exigir que um devedor os limpe. A lei de falências reconhece esses direitos, mesmo que eles não estejam maduros (...) Mas como a falência reconhece que o devedor já reclamado não sobreviverá para ser processado em outro dia, seu esquema de distribuição necessariamente se concentra em como lidar com futuros reclamantes.

Nesta abordagem a continuidade da empresa é valorada através da recuperação da mesma, pois ainda que não traga lucros expressivos, preserva valores distributivos que não

---

<sup>136</sup> WARREN, Elizabeth. *Op. cit.*, p. 789.

<sup>137</sup> *Ibidem*, p. 789.

<sup>138</sup> *Ibidem*, p. 800.

são tecnicamente de credores, mas de pessoas que têm o interesse na sua continuidade como, por exemplo, empregados mais velhos que não poderiam ter se capacitado para outros empregos, clientes que teriam que recorrer a fornecedores de bens e serviços alternativos menos atraentes e fornecedores que teriam perdido clientes atuais<sup>139</sup>.

Segundo a autora, o próprio congresso norte-americano ressalta a preocupação com a amplitude do Direito da Falência, especialmente quanto aos danos à comunidade, e acerca da prevalência do interesse público sobre o interesse privado das partes, ainda que a indeterminação desses interesses seja muito ampla, os impactos do insucesso de uma empresa são reais e não podem ser desmerecidos<sup>140</sup>.

A distribuição equânime entre vários benefícios, consequentemente estabelecerá: prioridades entre credores; proteção do interesse de futuros reclamantes; oportunidade de continuação, reorganização, reabilitação; tempo para ajustes; suporte aos interesses daqueles que não são tecnicamente credores e que têm interesse na continuidade da empresa (como empregados, fornecedores, clientes, proprietários e autoridades fiscais); proteger o investimento público, o emprego e os interesses da comunidade.

O Relatório Cork incorpora muitos aspectos da teoria supramencionada, tanto por enfatizar que a insolvência não apenas afeta interesses das partes, insolvente e credores, como também afirma que ela deve fornecer meios para preservar empreendimentos comerciais viáveis capazes de contribuir para a vida econômica do país<sup>141</sup>.

Warren<sup>142</sup> define o processo de insolvência não como a causa do custo, afinal a causa do custo está na inabilidade do devedor. Para a autora a insolvência é apenas o distribuidor desse custo. Sem a existência de um processo de insolvência, alguém teria de suportar o custo dessa falha.

Quem suportaria o peso do insucesso das empresas seriam aqueles que chegassem por último na corrida pelos ativos, isso inclui quem ainda não possui títulos executivos (empregados, fornecedores, comunidade, etc.), e aqueles que possuem uma força impositiva maior para requerer os seus créditos (credores garantidos), de acordo com o favoritismo e

---

<sup>139</sup> WARREN, Elizabeth. *Op. cit.*, p. 801.

<sup>140</sup> *Ibidem*, p. 801.

<sup>141</sup> FINCH, Vanessa. *Op. cit.*, p. 41.

<sup>142</sup> WARREN, Elizabeth. *Op. cit.*, p. 802.

empatia do devedor com o credor preferido. Portanto, na ausência da insolvência ocorreria uma verdadeira loteria pelos ativos e seria necessária a divisão dos custos entre os credores para evitar as transferências de riquezas<sup>143</sup>.

Tal abordagem incentiva a criação de métodos recuperatórios e a pensar a lei da insolvência enquanto uma problemática comunitária de racionalidade distributiva, de modo a empregar valor na capacidade de suportar custos, a necessidade de tratar os credores em igualdade material e a distribuição das consequências geradas entre diferentes atores.

De acordo com Warren<sup>144</sup>, a lei da insolvência abrange valores concorrentes, e em alguns momentos conflitantes, por isso o problema coletivo dos credores não deve ser visto como a única questão a ser encarada. A aproximação de uma visão mais realística da insolvência (proposta pela autora) é capaz de demonstrar que a natureza jurídica da insolvência não pode permanecer como algo claro e racional, em que poucos fatores são relevantes e apenas um caminho existe a ser trilhado.

A finalidade eleita pela teoria de Jackson continua onipresente, embora concorra com outras finalidades, nomeadamente o interesse público que terá a mesma força do interesse privados dos credores, a escolha por qual terá prevalência será a principal dificuldade do direito da insolvência, o que o torna complexo.

No entanto, pouca assistência é oferecida aos tomadores de decisão sobre o gerenciamento de tensões e contradições entre valores diferentes ou acerca da maneira como as trocas entre vários fins deve ser feita. Não há princípios centrais para orientar a decisão do julgador e a sua textura aberta pode estabelecer discricionariedades desiguais em relação aos indivíduos.

### 3.2 OS NOVOS DESAFIOS DA INSOLVÊNCIA

As visões abordadas acima ilustram faces que a insolvência pode ter nos distintos ordenamentos jurídicos, embora não se tenha exposto qual é a visão completa e ideal que

---

<sup>143</sup> WARREN, Elizabeth. *Op. cit.*, p. 802.

<sup>144</sup> *Ibidem*, p. 801.

um ordenamento jurídico deve perseguir. Elizabeth Warren<sup>145</sup> argumenta que essas visões com foco em valores ajudam os tomadores de decisão a terem um norte, ainda que não ditem a resposta específica, iluminando questões críticas, normativas e empíricas no trato de questões relevantes: quem pode ser atingido por uma falha societária, de que forma pode ocorrer essa lesão, como pode ser prevenida, quem deve ser ajudado, quem pode avaliar os riscos, etc.

No entanto, será que é possível identificar em qual das duas teorias se encaixa o ordenamento jurídico português, para a partir daí, clarificar a tomada das decisões? Conforme foi demonstrado nos capítulos anteriores, observa-se uma tendência muito grande para o que alguns autores chamam de contratualização da insolvência<sup>146</sup> devido à incessante procura por meios mais eficazes, céleres e menos custosos de maximizar o direito ao crédito dos credores.

### 3.2.1 Comparativo ao Direito Societário

Ao procurar respostas para a legitimidade da insolvência, Vanessa Finch<sup>147</sup> realiza um comparativo ao que aconteceu na governação das sociedades, em como o poder gerencial foi legitimado, já que o mesmo é derivado da propriedade privada e, ainda sim, julga-se necessário demonstrar que existem restrições que o impedem de tornar-se uma ameaça à liberdade ou um desafio ao poder do Estado<sup>148</sup>. Esse comparativo é importante para perceber as mudanças que vão ocorrendo dentro do Direito e que convergem para a transformação de uma preocupação estrita com direitos individuais para uma preocupação comunitária decorrente dos inúmeros afetados, o que impossibilita a inércia do judiciário em aceitar os abusos.

Destarte, consoante determina Coutinho de Abreu<sup>149</sup>, a separação entre propriedade e controle comporta problemas diversos como os “numerosos, dispersos e pequenos

---

<sup>145</sup> *Ibidem*, p. 805.

<sup>146</sup> SERRA, Catarina. A Contratualização da insolvência..., *Op. cit.*

<sup>147</sup> FINCH, Vanessa. *Op. cit.*, p. 52.

<sup>148</sup> *Ibidem*, p. 49.

<sup>149</sup> ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Governança das sociedades comerciais*. Editora Almedina, 2ª edição, Coimbra, 2010, p. 14-16.

acionistas” que não possuem capacidade nem incentivo para intervirem na vida societária e fiscalizarem os administradores. Neste contexto, sem controle/fiscalização dos acionistas, os administradores estão tentados a gerir em proveito próprio e podem manter-se na administração, ainda que sua gestão seja ineficiente.

Situação semelhante à descrita pelo autor pode ser observada na insolvência com a dificuldade que os credores comuns podem ter em uma suposta contratualização da insolvência, afinal conforme foi demonstrado nas teorias acima, o que prevalecerá é a barganha entre os credores, logo os credores mais fortes terão mais poderes e isso tem como reflexo uma desigualdade na relação entre as partes.

Retomando o comparativo, o crescimento corporativo de grandes empresas permitiu a concentração de poder econômico, e as consequências podem ser verificadas nas burocráticas corporações que passaram a exercer tal concentração, não dentro do mercado, mas sim na divisão corporativa entre propriedade e controle, na qual se verifica a prevalência de poderes irrestritos ao gerente<sup>150</sup>.

O Direito Comercial teve que oferecer respostas para o problema da discricionariedade atribuída ao poder gerencial e demonstrar de que forma a mesma estava sendo verificada e controlada. Inicialmente, tratava-se essa questão com um viés contratual, em que os proprietários contratavam os gerentes como agentes seus. Com o passar do tempo, essa visão tornou-se muito artificial, o que contribuiu para uma rápida mudança de perspectiva sobre o problema, surgindo uma visão de entidade natural em que o gerente era o cérebro e os acionistas configuravam-se enquanto fornecedores passivos de capital, isso deu embasamento para a discricionariedade dada aos gerentes devido à sua perícia e experiência<sup>151</sup>.

Entretanto, os problemas continuaram, em especial a dificuldade em delimitar a sua deferência e pericia, e a dificuldade em verificar a arbitrariedade da tomada de decisão. O modelo tradicional propôs duas soluções, quais sejam a prestação de contas aos acionistas através de controle interno da companhia, e deveres direcionados a agir no melhor interesse dos acionistas, mas logo notou-se a deficiência das soluções conforme a dispersão de acionistas e a sua falta de interesse em intervir levando-os à utilização do *to vote with the*

---

<sup>150</sup> FINCH, Vanessa. *Op. cit.*, p. 50.

<sup>151</sup> *Ibidem*, p. 50.

*feet*<sup>152</sup> quando estavam descontentes com o rumo da sociedade tomado pelos administradores.

Em decorrência das dificuldades apresentadas levou-se a (re)pensar a responsabilidade dos gerentes perante o mercado, um novo passo regulatório para estimulá-los a prosseguir os interesses dos acionistas. Essa nova abordagem aceitou a separação inerente entre controle e propriedade e fez com que o Direito Societário livrasse-se da ideia contratual, convidando-o a pensar na sociedade enquanto um modelo corporativista, com uma variedade de interesses invocados, tanto públicos quanto privados, retirando os “antolhos” que limitavam a visão das sociedades corporativas em perseguir, apenas, a maximização do interesse dos acionistas<sup>153</sup>.

Aqui duas constatações são importantes para clarificar a intenção do comparativo. A primeira é a necessidade de legislar acerca de uma área que era estritamente privatística e que prevalecia a vontade das partes, em que se percebeu uma força esmagadora dos sócios majoritários sobre os sócios minoritários, os quais não possuíam qualquer voz. Ou seja, tratava-se de um abuso originado na própria relação e que não apresentava qualquer importância com os direitos dos sócios minoritários. A segunda é demonstrar a divergência de interesses que pode existir dentro de uma sociedade, nomeadamente interesses de longo-prazo buscados por uns, e interesses de curto-prazo buscados por outros.

Há uma íntima relação entre essas antinomias verificadas na governação das sociedades e as problemáticas apresentadas na insolvência, em especial após a complexidade trazida pela crise na identificação dos credores e de seus interesses, em que invariavelmente existirão interesses diferentes entre os credores, resultando em consequência imediatas na escolha e forma com que a recuperação deverá ser procedida. Seria muita inocência achar que os credores fortes, com a possibilidade de realizar acordos extrajudiciais sem qualquer perturbação aos seus interesses, preocupar-se-iam com os interesses dos demais credores.

---

<sup>152</sup> A expressão é usada por Coutinho de Abreu e corresponde à derrocada dos acionistas que quando não estão contentes com o rumo dado à sociedade que são proprietários preferem vender suas ações do que realizar qualquer intervenção ou participação no meio. Cf. ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Governação das sociedades...*, *Op. cit.*, p. 15

<sup>153</sup> Este entendimento foi normatizado no atual Código das Sociedades Comerciais Português, conforme dispõe o artigo 64, 1, b: “1 - Os gerentes ou administradores da sociedade devem observar: (...) b) Deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e **ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores.** (Grifo nosso).

Por outro lado, isso demonstra a passagem de um dos problemas do *corporate governance* em que a preocupação era restrita à relação entre acionistas e administradores advinda de uma relação contratual. O Estado não poderia continuar inerte e impedido de regular esses abusos que vinham acontecendo devido à existência da forma criada pela sociedade corporativa, nomeadamente da relação contratual.

Essas mudanças fizeram com que o Estado regulasse sem violar os direitos da liberdade contratual, mas também protegesse a coexistência de interesses em que o dever do administrador já não era exclusivo à obtenção de lucros dos acionistas, mas ampliado para a observância dos demais *stakeholders*.

Ao analisar o espectro da insolvência, um movimento divergente ao realizado na *corporate governance* pode ser observado. A insolvência ainda tem uma ligação muito forte com o Direito das Sociedades e, como se sabe, trata das dificuldades e fracassos que as corporações enfrentam. Por ter suas origens em uma relação que antes era privada as soluções que agora são encontradas confundem-se com propostas individualizadas.

Ao passo como foi demonstrado na sua evolução, a insolvência teve as suas direções acompanhadas pelo legislador que dispôs às partes que participam da relação pouquíssima liberdade contratual. O caminho era a liquidação para satisfazer o direito dos credores, depois passou-se a priorizar o saneamento das empresas através de medidas protecionistas, mas agora, diante das mudanças apresentadas pelo mercado, o Direito da Insolvência foi obrigado a mudar, mais uma vez, e diminuíram-se os meios protecionistas para a recuperação das empresas, os quais foram delegados às partes caracterizando uma forte liberdade para prevenir as relações de insolvência.

A questão que se levanta agora é saber se o caminho utilizado para realizar essa recuperação é o correto através do incentivo a desjudicialização da insolvência, ainda que traga diversos benefícios tais quais os baixos custos e maior eficácia, em contrapartida traz também obscuridades e incertezas, principalmente para aqueles que figuram no polo mais fraco da relação.

A exemplo do exposto, e encarando essa problemática da contratualização da insolvência no ordenamento jurídico português, Madalena Perestrelo<sup>154</sup> alerta que sendo o plano de recuperação uma manifestação da autonomia privada, permite o afastamento das regras legais que enformam o processo de insolvência. Pode-se afirmar que o novo art. 1º convola o CIRE num Código construído para, preferencialmente, não ser aplicado. Nessa medida, dir-se-ia que, sem prejuízo de algumas regras legais injuntivas, a autonomia pretendida para os credores seria de âmbito máximo.

Seja qual for o caminho seguido pelo legislador português, afirma-se, desde já, que a ideia que o Código transmite é que não houve uma preocupação empírica aprofundada acerca de qual escolha seria melhor utilizada para o ordenamento jurídico português, daquelas abordadas acima, seguindo passionalmente as tendências mundiais<sup>155</sup>. No entanto, alguma *ratio legis* o Código de Insolvência português tem, independentemente de não ser pensado, apenas copiado. Os instrumentos de reestruturação preventiva das empresas estão aí e a impressão que eles emitem é de que o Direito da Insolvência português se inclina para um viés cada vez mais liberal e desjudicializado.

Isto pode ser comprovado com as últimas inovações introduzidas pelo legislador português, bem como é a tendência da União Europeia, e Portugal, por ser um Estado-membro, deve portar-se de acordo com as intenções daquela, procurando incentivar a utilização de instrumentos reestruturantes.

Muitos benefícios poderão ser retirados de tais medidas, porém problemas surgirão em decorrência dessas mudanças aceleradas e da ausência de fiscalização e autoridade para observar os abusos. Qual a melhor opção entre maior protecionismo e mais presença do Estado ou auto-regulação e maior liberdade contratual?

Em resposta, o Direito da Insolvência deve procurar um meio termo entre as duas opções e tentar harmonizá-las, independente da ideologia política de qual escolha é certa ou errada. A existência de princípios orientadores para guiar os instrumentos que maximizam a

---

<sup>154</sup> OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de. *Limites da Autonomia dos Credores na Recuperação da Empresa Insolvente*. Editora Almedina, Coimbra, 2013, p. 23.

<sup>155</sup> Madalena Perestrelo expõe que o sistema português de insolvência e, essencialmente, o papel que neste é desempenhado pelos credores depende, inevitavelmente, de um estudo dos regimes vigentes em ordenamentos jurídicos estrangeiros, com especial destaque, antes de mais, para o alemão: além de este constituir a fonte direta e evidente de inspiração do legislador português, encontram-se ponderadas, nesta ordem jurídica, inúmeras questões que merecem atenção. Cf. OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de. *Op. cit.*, p. 14.

autonomia das partes como os acordos extrajudiciais, e qualquer outro meio *out of court*, deve existir para evitar as incertezas e abusos das relações contratuais.

O Estado não pode impor a qualquer custo as medidas recuperatórias sem observar requisitos, como a viabilidade econômica da empresa e atestar que o retorno ao credor com a utilização de um plano recuperatório será maior ou igual a situação que estaria caso houvesse a liquidação.

Conforme sugere Coutinho de Abreu<sup>156</sup> para o problema da governação societária, pode suceder de um mesmo setor possuir aberturas para leis imperativas e liberdade estatutária, como exemplo a autonomia estatutária de escolha pelo modelo de governança societária (monista ou dualista) e protecionista sobre as matérias relacionadas com a tutela do direito de sócios e terceiros (remuneração, poder, dever e responsabilidades dos administradores).

Solução igual a esta pode ser observada no âmbito da insolvência. Em boa parte dos ordenamentos jurídicos, os interessados que apresentam problemas financeiros e que estão próximos de uma insolvência têm liberdade para escolher qual dos instrumentos irão utilizar para reestruturarem-se (informal, híbrido e formal). Isso, teoricamente, diminuiria as chances de existir qualquer tipo de abuso, visto que caso um credor lesado não concorde com os termos do contrato, ele poderá recusar a adesão ao instrumento, mas se não houver um consenso os meios formais podem ser utilizados.

### 3.2.2 A ausência do ecossistema jurisdicional na contratualização da insolvência

Ao analisar o ordenamento jurídico português verifica-se que este equilíbrio não é perfeito. A exemplo do PER, a análise do julgador deve ater-se apenas em aspectos formais, ditos como meros homologadores dos acordos firmados. Os verdadeiros protagonistas são os credores e os administradores judiciais provisórios. Acredita-se, então, em um autocontrole das partes para evitar abusos.

---

<sup>156</sup> ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Governança das sociedades...*, *Op. cit.*, p. 31-32.

O Relator Alexandre Reis no processo nº996/15.8T8CRA-A.C1<sup>157</sup> do Tribunal de Relação de Coimbra publicado em 5 de maio de 2015, expõe a sua indignação:

“I- O legislador atribui um papel muito restrito no processo de revitalização e, em princípio, faz radicar a defesa do interesse público em que se traduz a preservação do tecido econômico na primazia da autonomia da vontade da maioria qualificada de credores, ainda que, em detrimento da liberdade contratual individual e da inviolabilidade da esfera jurídica de algum ou alguns credores, cujo consentimento, nesse sentido estrito, é dispensado e admite, inclusivamente a afectação dos direitos decorrentes de garantia reais e de privilégios creditórios, se tal constar expressamente do plano.(...) IV – não obstante tudo o ponderado quanto o desígnio do legislador e às características do processo – particularmente quanto ao seu pendor marcadamente extrajudicial e à escassez de meios ao dispor do juiz -, é inadmissível, no nosso ordenamento jurídico-constitucional, a aceção do juiz como um escriba a cumprir um processado não tendente à decisão sobre qualquer direito que se pretenda efetivamente exercer, mas apenas visando, sim, a obtenção dum requisito formal. É insustentável a ideia de que um juiz se deve (ou pode) limitar a “chancelar” um qualquer plano(...)”.

Nas palavras de José Igreja Matos<sup>158</sup>:

O fenómeno da desjudicialização, ainda que com juiz, é aqui visto como necessário perante o fim último, e maior, de procurar, em sede de microeconomia, mecanismos informais que permitam, apesar das crises respectivas, manter operantes aquelas empresas que não estariam inevitavelmente condenadas à extinção. Apenas a flexibilidade e informalidade de um processo extrajudicial, negociado e aberto, autoriza que se encontrem soluções concretas e únicas que a rigidez normativa ou o espartilho procedimental, próprio do desenho jurisdicional público, tornariam pouco viáveis senão mesmo, em concreto, impossíveis. Porém, deve, a nosso ver, alertar-se que esta escolha, ainda que apelativa, não deverá acarretar que, olímpicamente, se ignorem os inevitáveis custos associados à ausência do “ecossistema” que o padrão jurisdicional envolve.

---

<sup>157</sup> PORTUGAL. Tribunal de Relações de Coimbra. Processo nº 996/15.8T8CRA-A.C1. Relator: Alexandre Reis.

<sup>158</sup> MATOS, José Igreja. Poderes do juiz no processo especial de revitalização: Divergindo de edipianas inevitabilidades. In: SERRA, Catarina (Coord.). *IV Congresso de Direito da Insolvência*. Editora Almedina, Coimbra, 2017, pp. 293-318, p. 303 e 304.

Os custos referenciados pelo autor estarão principalmente na desigualdade indevida entre os credores, ou melhor, no ferimento ao artigo 194 do CIRE<sup>159</sup>. A diferenciação indevida entre credores prejudicará os mais frágeis, incluindo-se as empresas fornecedoras de bens ou serviços e os trabalhadores, em relação aos credores fortes da relação, nomeadamente entidades bancárias e financeiras.

Portanto, essa liberdade oferecida às partes deve ser feita com cuidado para evitar erros na distribuição de danos, de modo que as partes mais fragilizadas não arquem com todo o peso da falha. É necessário que se justifique o diferente tratamento, com a indicação das razões objetivas que lhe estão subjacentes e assim ficará mais claro a justa distribuição dos custos.

De acordo com Catarina Serra<sup>160</sup>, não pode deixar de se ver que a concessão de maior autonomia às partes tem os seus méritos, mas depara-se com múltiplas dificuldades. A liberdade contratual parte da presunção de que as partes escolhem o melhor contrato porque ele é benéfico para eles. O problema é que nem sempre todos os credores participam ativamente do contrato e nem todos subscrevem o contrato. Desta forma, deve haver uma justificação plausível para a dispensa da participação desses credores e o argumento comum é a redução de custos de transação e aumento da eficácia da solução, mas por outro lado sujeita o interesse de uns à vontade de outros, reduzindo substancialmente a legitimidade dessas soluções.

Entretanto, a autora<sup>161</sup> justifica que na verdade essa problemática é uma ponderação entre meios e fins e o que está em causa é saber se os interesses que estão na base da reestruturação de empresas justificam o sacrifício da liberdade individual de alguns credores, ou seja, em que termos esse sacrifício deve ser justificado e se não deve haver limites. Logo em seguida, justifica que os fins da lei da insolvência não podem ser exclusivamente os interesses privados, devem abranger também interesses públicos.

---

<sup>159</sup> Artigo 194º Princípio da igualdade 1 - O plano de insolvência obedece ao princípio da igualdade dos credores da insolvência, sem prejuízo das diferenciações justificadas por razões objectivas. 2 - O tratamento mais desfavorável relativamente a outros credores em idêntica situação depende do consentimento do credor afectado, o qual se considera tacitamente prestado no caso de voto favorável. 3 - É nulo qualquer acordo em que o administrador da insolvência, o devedor ou outrem confira vantagens a um credor não incluídas no plano de insolvência em contrapartida de determinado comportamento no âmbito do processo de insolvência, nomeadamente quanto ao exercício do direito de voto.

<sup>160</sup> SERRA, Catarina. A Contratualização da insolvência..., *Op. cit.*, p. 288.

<sup>161</sup> *Ibidem*, p. 288.

Esses interesses não justificam toda e qualquer restrição, por isso deve haver limites fixos à sua aplicação assegurando que todos os credores estão em condições de participar das negociações de forma livre e informada. No tocante aos efeitos desses contratos, a afetação deles sobre credores que participaram e opuseram-se por demonstrar prejuízos ou situações menos favoráveis do que aquela que ficariam na ausência desses contratos. Em suma, trata das garantias que a intervenção judicial assegura e que não há amparos quando isso é feito nos moldes privados<sup>162</sup>.

Catarina Serra<sup>163</sup> afirma, por fim, que o papel das leis é promover, suportar ou sustentar as vias contratuais dotando-as de características que estas não possuem, atribuindo eficácia reforçada e limites à sua aplicabilidade. Isso será feito através de instrumentos que comprimem o direito natural de credores, como a suspensão das ações executivas, das garantias concedidas pelo financiamento empresarial, celeridade na aprovação dos acordos com flexibilização do quórum de credores exigido e suprimento da falta de consentimento dos credores.

Por outro lado, para impor limites, as leis devem assegurar a tutela mínima do princípio da igualdade entre credores, assegurando que por mais que a tutela individual seja substituída pela tutela coletiva na forma dos acordos, haverá uma margem residual para proteção das minorias<sup>164</sup>.

Neste sentido, a autora sugere como solução para essa dicotomia entre leis insolvenciais e liberdade contratual o mesmo sugerido por Coutinho de Abreu, em que as leis da insolvência devem permitir a liberdade contratual, mas assegurar que ela tenha uma eficácia coletiva enquanto limitadora de modo a auferir maior distribuição justa entre as partes e dar voz àqueles que normalmente são ofuscados pelos que têm mais força de barganha.

---

<sup>162</sup> SERRA, Catarina. A Contratualização da insolvência..., *Op. cit.*, p. 288 e 289

<sup>163</sup> *Ibidem*, p. 289.

<sup>164</sup> *Ibidem*, p. 289.

### 3.3 A MUDANÇA NA FINALIDADE PERSEGUIDA PELA INSOLVÊNCIA

A forma com que o legislador define as finalidades perseguidas pela insolvência é precípua, pois reflete diretamente nos instrumentos de cada ordenamento. Como vimos a pouco, a insolvência sofreu uma mudança significativa, hoje pode-se dizer que a sua centralidade está, portanto, na pré-insolvência. Será que, com isso, há uma ampliação da sua finalidade devido ao foco predominante em momento anterior à situação de insolvência?

A autora Vanessa Finch<sup>165</sup> analisa as teorias supracitadas (tópico 3.1) com o intuito de procurar um propósito para o Direito da Insolvência, ou seja, uma finalidade para a qual o processo de insolvência está à serviço, o que deve guiar a tomada de decisão do julgador, questiona, então, se o processo de insolvência deve ter em conta apenas o interesse dos credores e ou se deve sopesar o interesse de terceiros que serão, indiretamente, lesados.

Como salienta Vanessa Finch<sup>166</sup>, considerar uma série de argumentos legitimadores do Direito da Insolvência e apontar, em seguida, as limitações de cada um faz com que a legitimação seja interpretada erroneamente, tal qual uma cadeia de argumentos fortes com o elo entre eles enfraquecido, ao invés de ser vista como um cabo capaz de suportar tensões de acordo com o poder coletivo de suas cadeias, ainda que imperfeitas.

Os interesses podem ser equiparados, apesar da tensão entre eles, com o direito dos credores, direito dos empregados, direito do devedor, etc., que poderão ser livremente uma opção para o legislador ou para o julgador, mas o seu valor mantém-se sem necessariamente um excluir o outro.

Entretanto, o que deve ser ressaltado é que a depender da finalidade seguida, uns terão maior facilidade em fazer valer seus direitos que outros. Isso intensifica-se ainda mais com a moderna insolvência. Como foi demonstrado nas visões contratualistas, em especial a teoria de Jackson, o *common pool problem* da insolvência não deve abarcar os problemas de pessoas que não possuem direito constituído, há para essas pessoas uma mera expectativa de direito.

---

<sup>165</sup> FINCH, Vanessa. *Op. cit.*, p. 49.

<sup>166</sup> *Ibidem*, p. 52.

Ainda que a visão contratualista proponha a existência da insolvência como um direito regulatório do crédito dos credores a sua evolução não permite um olhar tão restritivo e por significar benefícios mais amplos e em consonância com os interesses públicos, a recuperação das empresas viáveis toma protagonismo e a pré-insolvência passa a ser uma finalidade da insolvência junto com a satisfação do crédito dos credores.

A insolvência afeta, fortemente, interesses públicos, suas decisões definem a vida ou morte de uma empresa o que acompanha pormenores que influenciam o âmbito social, concorrentemente a isso existem os interesses primários e patrimoniais dos credores, o que a torna complexa e de difícil resolução os problemas apresentados pela insolvência.

O fenômeno da interdependência econômica das empresas demonstra o interesse público inerente a quebra das empresas, segundo o qual uma empresa alimenta a vida da outra, logo a crise de uma também afetará o domínio de outra, agrava-se isso o fato de que as empresas possuem múltiplas relações (fornecedores, consumidores, credores, Estado, comunidade). Esse acontecimento exorbita do campo dos interesses privados. Outros exemplos de afetação ao interesse público podem ser citados, como a geração de desempregos e, em certos casos, a perda de oportunidades que podem ser irrecuperáveis para o mercado<sup>167</sup>.

A crise de uma empresa pode afetar de forma irreversível a satisfação das necessidades comuns dos membros da coletividade e isso conduz ao empobrecimento geral da comunidade e à perda de confiança nos sistemas comerciais, financeiros, bancários e políticos, esse interesse de ordem social torna impossível a entrega, apenas aos titulares da relação jurídica sob judice<sup>168</sup>.

Nestes termos, a opção que melhor coaduna as finalidades buscadas pela insolvência é a recuperação de empresas, por conseguir caminhar na linha tênue entre fins públicos e privados. Portanto, pode-se afirmar que a ideia de satisfação dos direitos dos credores e remediar o *common pool problem*, decorrente do colapso de uma empresa, permanecem sendo os pilares que sustentam o Direito da Insolvência.

---

<sup>167</sup> SERRA, Catarina. *A Falência no quadro da tutela...*, *Op. cit.*, p. 293.

<sup>168</sup> FINCH, Vanessa. *Op. cit.*, p. 121.

O que se superou foi a ideia de que esse pilar seria o único e principal sustento das estruturas insolvenciais, o que está equivocado. O convívio com um segundo pilar equiparado à sua força, qual seja a recuperação das empresas viáveis, apresenta-se protegido com a prerrogativa de busca pelo interesse público, tornando impossível dissociá-la do escopo insolvencial. A ideia suscitada por Catarina Serra<sup>169</sup> traduz exatamente o exposto, em que a autora aduz que a desjudicialização do processo e o monopólio da vontade das partes se projetam numa subalternização/subordinação dos interesses públicos aos interesses privados: os interesses públicos tendem a diluírem-se com os fins privados e vice-versa.

### 3.3.1 A finalidade do Direito da Insolvência Português

Ao ler a redação do art. 1º do CIRE constata-se alguns erros que, há muito tempo, já deveriam ter sido excluídos de seu texto. O primeiro deles é a insistência em manter a denominação da insolvência como um processo executivo universal. Por tudo que se foi discutido no decorrer do trabalho, a caracterização como uma execução universal reduz a amplitude de interesses existentes e, exaustivamente, retratados.

Constata-se a tentativa de ampliação da finalidade do Direito da Insolvência português com a retirada do seu *caput* (do art. 1º do CIRE) da denominação “finalidades do processo de insolvência”, alterando-a apenas para finalidades. Ainda que seja uma mudança sútil, demonstra que a intenção do legislador é ampliar a finalidade do Direito insolvencial, determinando que os meios preventivos de insolvência passam a estar inseridos no rol de fins.

Abandona-se o antigo fim de satisfação igualitária dos credores como finalidade unitária daquele Código e passa-se a acrescer os fins novos – da recuperação preventiva, da reestruturação preventiva e da revitalização<sup>170</sup>.

---

<sup>169</sup> SERRA, Catarina. *A Falência no quadro da tutela...*, *Op. cit.*, p. 224 e ss.

<sup>170</sup> OLIVEIRA, Nuno Manuel Pinto. O Direito da Insolvência e a tendencial universalidade do Direito Privado. *In*: SERRA, Catarina (Coord.). *IV Congresso de Direito da Insolvência*. Editora Almedina, Coimbra, 2017, p. 74.

Será que a finalidade de recuperação das empresas só se faz presente na pré-insolvência, enquanto que no estado de insolvência atual isso é impossibilitado?

Catarina Serra<sup>171</sup> desacredita na recuperação enquanto fim prioritário do processo de insolvência, ainda que o art.1º, n.º 1 do CIRE<sup>172</sup> estabeleça a recuperação e relegue o fim liquidatório do processo de insolvência, justificando seu entendimento no emprego do advérbio “nomeadamente”, que faz com que o plano de insolvência não se esgote na recuperação, podendo destinar-se à liquidação.

Com a devida *vênia*, a interpretação feita por Catarina Serra não parece ser a *ratio legis* que imbuiu o legislador no texto legal. Claramente transparece da sua intenção determinar a recuperação da empresa como uma das finalidades disponíveis na gama de variedades do Direito da Insolvência. O que há, de fato, é a indisposição de medidas recuperatórias suficiente para sobrepor a recuperação à liquidação no processo de insolvência.

### 3.3.2 A diferença na finalidade do Direito da Insolvência inglês e norte-americano

Em um rápido comparativo a outros dois ordenamentos jurídicos, é importante, primeiramente, destacar a insolvência inglesa, fortemente influenciada pelo Relatório Cork, o qual surgiu como um bom e moderno Código de Insolvência para aqueles que não se limitam a interesses privados e de seus credores, mas consideram outros interesses da sociedade ou outros grupos da sociedades que são vitalmente afetados pela insolvência e que asseguram o reconhecimento e salvaguarda de interesses públicos<sup>173</sup>.

Reforçando esse entendimento, o *administration*, principal mecanismo formal de insolvência inglês reformado pela *Enterprise Act 2002* reforça esse entendimento por perseguir o resgate e a sobrevivência dos negócios como topo da árvore legislativa

---

<sup>171</sup> SERRA, Catarina. *Lições de Direito da Insolvência...*, *Op. cit.*, p. 48 e 49.

<sup>172</sup> Artigo 1º, n.º 1 - **O processo de insolvência** é um processo de execução universal que **tem como finalidade a satisfação dos credores pela forma prevista num plano de insolvência, baseado, nomeadamente, na recuperação da empresa** compreendida na massa insolvente, ou, **quando tal não se afigure possível, na liquidação do património** do devedor insolvente e a repartição do produto obtido pelos credores. (Grifo nosso).

<sup>173</sup> MCCORMACK, Gerard. *Op.cit.*, p. 36.

insolvencial. A legislação determina que um administrador da insolvência (*administrator*) desempenhará suas funções com os objetivos de (a) resgatar a empresa como uma empresa viável, ou (b) alcançar um resultado melhor para os credores do que teriam se a empresa fosse liquidada ou (c) realizar a distribuição da propriedade para os credores garantidos ou preferenciais<sup>174</sup>.

Ainda que a letra da lei defina hierarquicamente o resgate no topo e condicione a passagem para os elementos seguintes apenas quando demonstrado razoavelmente impraticável aquele elemento, alguns autores<sup>175</sup> defendem que no final o real objetivo da *administration* é a busca para maximização de retornos aos credores. O objetivo perseguido lá é de que uma empresa deve ser recuperada se demonstrar que isso trará resultados melhores do que a liquidação da empresa. Nota-se que não há sensibilidade quanto a outros aspectos de cunho social e a sua preocupação primordial é a satisfação dos credores, sendo viável a recuperação apenas quando refletir em benefícios justificáveis para aquela<sup>176</sup>.

Um erro quando comparado à concepção estadunidense. O já citado *chapter 11* tem como objetivo fornecer ao devedor a proteção necessária para que ele possa se reerguer, e desta forma fornecer aos credores um valor maior de continuidade. Seus objetivos estão voltados para evitar os custos sociais da liquidação e na retenção das operações corporativas enquanto valores importantes que devem ser mantidos<sup>177</sup>. Não há exigências de que o devedor esteja em situação de insolvência eminente ou em insolvência para utilizá-la, o processo é feito para aliviar a situação do devedor, independente de como esteja. Uma grande diferença pode ser sentida desde o início da utilização do *chapter 11*, pois o próprio devedor pode iniciar o pedido de reorganização sem necessitar da convalescência de nenhum credor para buscar proteger-se<sup>178</sup>.

---

<sup>174</sup> MCCORMACK, Gerard. *Op.cit.*, p. 36.

<sup>175</sup> ‘The terms of EA 2002 mean that it is arguable that an administrator is obliged to pursue a going-concern sale where he thinks this will serve creditors better than efforts made to rescue the company – even where it might be possible to rescue the company. Primacy is accordingly given to maximising overall returns to creditors, rather than to rescue per se.’ Cf. FINCH, Vanessa. ‘Control and Co-ordination in Corporate Rescue’ (apud MCCORMACK, Gerard). *Op. cit.*, p. 37. e ‘While the administrator cannot act solely in the interests of a creditor who may have initiated the administration process, producing better returns for company creditors appears, at the end of the day, to be essentially what administration is about.’ Cf. MCCORMACK, Gerard. *Op. cit.*, p.37.

<sup>176</sup> MCCORMACK, Gerard. *Op.cit.* p. 5.

<sup>177</sup> FINCH, Vanessa. *Op. Cit.* p. 279.

<sup>178</sup> Diferente da maioria dos outros em que é necessário o consentimento de um ou mais credores para a apresentação da reorganização.

Desta feita, a satisfação do direito ao crédito dos credores é uma finalidade onipresente, sem ela não haveria insolvência, a qual não se confunde com o simples incumprimento, mas sim com o estado de crise econômica do devedor suscetível de afetar uma generalidade de sujeitos, além dos titulares de créditos determinados, o que leva a concluir que concorre com outras finalidades, nomeadamente do interesse público que será melhor atendido através da recuperação das empresas.

Com isso, pode-se afirmar que a mudança na finalidade do Direito da Insolvência português deve-se exclusivamente à introdução de mecanismos de reestruturação preventiva, nomeadamente PER e RERE, os quais são espécies de recuperação empresarial. Há uma cisão em duas partes do Direito da Insolvência, a primeira denominada de pré-insolvência em que se procura prevenir a insolvência e a finalidade é recuperar as empresas e através disso satisfazer o interesse dos credores. Enquanto que a obsoleta insolvência tradicional pretende resolver a crise econômica do devedor através da satisfação do crédito dos credores.

Os procedimentos de reestruturação das empresas envolvem respostas que vão além dos problemas corporativos normais, por isso operam antes da sua chegada e antecipam qualquer dificuldade futura que possa assombrar uma empresa. Seus principais instrumentos são classificados como formais, híbridos ou informais, em outras palavras, a reestruturação de empresas são intervenções importantes e necessárias para evitar um fracasso eminente e será ela o objeto do próximo capítulo.

## 4 A REESTRUTURAÇÃO PREVENTIVA DAS EMPRESAS

Este último capítulo é onde se realiza toda a caminhada até agora feita. Tudo o que foi visto resulta nele. 1) Foi até a reestruturação preventiva que a insolvência portuguesa evoluiu e é a orientação do Parlamento Europeu, conforme demonstrado no primeiro capítulo; 2) A última grande crise foi o principal catalisador para a sua ascensão; 3) A este instituto pode ser atribuída a eficácia máxima na satisfação do direito dos credores, bem como o valor de recuperar empresas.

Em se tratando de reestruturação preventiva das empresas, os planos de reestruturação podem seguir diferentes meios para atingir o fim comum. Como a maioria dos acordos são feitos sob o manto da liberdade contratual o seu teor dependerá da criatividade das partes. Conforme exposto, a primeira opção e a mais praticada pelos devedores e credores que pretendem ter baixos custos, celeridade, flexibilidade, liberdade e confidencialidade, é procedimentos informais, mas caso a estrutura da dívida seja complexa e o interesse dos credores esteja em contradição a opção, passa-se a apostar em instrumentos híbridos ou formais.

A diferença entre procedimentos informais, híbridos e formais cinge-se na burocracia, efeitos, controle (seja através do administrador judicial, *trustes*, ou tribunal) enquanto os procedimentos informais, em alguns casos, são apenas fiscalizados. O grau de intervenção judicial será o critério principal de distinção entre os instrumentos. Toda a recuperação assenta na celebração de acordos entre empresas e os credores, os acordos mais utilizados nos procedimentos são:

1) Mudança na Administração: Em regra, um resgate bem-sucedido quase sempre envolve uma movimentação no Conselho Administrativo de uma empresa, isso acontece pelo sentido óbvio de querer alterar aqueles que são responsáveis pelo controle da empresa e em muitos casos os responsáveis por uma decisão errada que levou àquela situação. Além disso, serve para sinalizar ao mercado a mudança na direção da empresa e medidas corretivas estão sendo tomadas para resolver o *default*. A mudança na *corporate governance* de uma empresa pode ser usada para melhorar a performance, verificações e os balanços

da empresa, através da descentralização do poder e delegação de atividades tornando a sua supervisão mais transparente<sup>179</sup>.

Gilson Stuart<sup>180</sup> destaca que dois terços das reestruturações norte-americanas sejam elas formais ou *out of court* apresentam mudanças no corpo de sua governação societária, as quais ocorrem principalmente através da força dos credores que compram as dívidas da empresa e colocam diretores para liderar a reorganização da mesma condicionando o seu salário a *stock options*<sup>181</sup>, incentivando ainda mais a reorganização por essas pessoas.

O conselho administrativo é o órgão mais importante para realizar a reorganização bem-sucedida, a experiência nesse âmbito é indispensável pois ficará a seu cargo convencer os financiadores e outras partes interessadas de que o plano é apropriado para um resgate efetivo, a probabilidade de recuperação é sólida e a reorganização da dívida proverá um retorno maior aos credores do que se fossem utilizados os métodos comuns de insolvência. Daí a necessidade em muitos casos de realizar mudanças em seu corpo para que pessoas capacitadas fiquem à frente do resgate empresarial.

2) Diminuição dos ativos e redução de custos. Outra estratégia comum que pode ser determinada em um plano de reorganização é a redução da atividade corporativa para um núcleo mais saudável, diminuindo muitos custos como produtos, filiais, clientes ou divisões não rentáveis e alienando ativos que são mal utilizados ou desnecessários. As reduções podem incluir venda de equipamentos e maquinários e uma análise de como potencializar sua força de trabalho e utilização das matérias-primas<sup>182</sup>.

Em contrapartida, essas reduções podem envolver gastos imediatos como o pagamento de honorários advocatícios e contabilísticos para enxugar os gastos excedentes e demitir funcionários ociosos. Pode ser usado enquanto um bom exemplo de sopesamento de valores, afinal estará em jogo o interesse de continuidade da empresa contra um valor importante, a preservação de emprego e alguns funcionários serão sacrificados para preservar o emprego dos demais. Basta perceber que os resultados de uma liquidação são

---

<sup>179</sup> FINCH, Vanessa. *Op. cit.*, p. 317.

<sup>180</sup> STUART, Gilson. *Creating value through corporate restructuring...*, *Op.cit.*, p. 3.

<sup>181</sup> A remuneração do administrador será variável de acordo com os resultados da empresa.

<sup>182</sup> FINCH, Vanessa. *Op. cit.*, p. 318.

mais gravosos do que o despedimento de alguns funcionários, naquele a quantidade de demissões seriam catastróficas comparadas a uma redução do contingente<sup>183</sup>.

3) Concessão de novos créditos. Quando identificado que a empresa apresenta dificuldades relacionadas ao fluxo de caixa, dificuldades de curto-prazo ou subinvestimento podem ser injetadas medidas para garantir novos fundos e dispor de maior liquidez para a empresa. Uma grande dificuldade pode surgir com a concessão desses novos créditos quanto a garantia de que ele será reavido em virtude de já haver outros créditos sem a sua adimplência.

Os sócios podem fornecer créditos quando identificada a necessidade de novos meios de financiamento, seja pela forma de capitais próprios (aumentos no capital, pagamentos de obrigações de entradas futuras e ainda não vencidas, prestações suplementares, etc.) ou sob a forma de empréstimos.

Há empresas especializadas em investir na dívida de empresas em dificuldade, em que ocorre a aquisição de novas ações ou dívidas por investidores externos (como exemplo das empresas *private equity* e *hedge funds*<sup>184</sup>). A inserção de empréstimos alternativos de diferentes tipos surgiu para complementar ou suplantar os bancos.

Empresas com baixo desempenho que buscam liquidez possuem variadas opções de financiamento de dívida como empréstimos garantidos por ativos, produto de dívidas subordinadas e produtos derivados do mercado de capital de dívidas. Fluidez em relação ao grupo de credores intencionados em resgatar a empresa devido a venda das dívidas totalmente diferente da forma com que os bancos tradicionais conhecem.

Portanto, a mercantilização do crédito impulsionou as alterações realizadas principalmente no corpo de atores interessados na recuperação, mas essas mudanças podem ter benefícios e malefícios para aqueles que pretendem reestruturar-se. As complexas

---

<sup>183</sup> A experiência vivenciada com a empresa Parmalat ilustra exatamente esse cenário e quando se trata de uma gigantesca empresa, como ela, os efeitos transmitidos por sua quebra são incalculáveis. Cerca de 36.000 empregados por 30 diferentes países foram demitidos, conforme demonstra os dados do World Bank Group em: *A Toolkit for Out-of-Court Workouts*. Disponível em: <<http://ammanchamber.org.jo/uploadedfiles/OCWte.pdf>>. Acesso em: 22, nov., 2018.

<sup>184</sup> "Fundo de hedge" não é um termo legalmente definido, mas a maioria dos *fundos de hedge* tendem a ter as seguintes características: são fundos de investimento nos quais os administradores empregam o capital dos investidores; eles estão sujeitos a pouca regulação; eles podem alavancar seus investimentos; eles investem mais livremente do que os fundos mútuos regulados; e os gestores compartilham os retornos do fundo.

operações que derivam do crédito apresentam uma grande dificuldade em definir os atores que estão aptos a participar do procedimento informal de recuperação das empresas.

Esses instrumentos são bem-vindos por aumentar a liquidez e a criatividade nas formas de reestruturação, mas em contrapartida possuem o seu lado negro. A complexidade de atores que podem ser encontrados devido a compra e venda de créditos e dívidas geram divergências nas formas encontradas para reestruturar por existirem diferentes credores, com diferentes objetivos e com diferentes formas de olhar para as empresas em dificuldade.

A ascensão do comércio de dívidas em dificuldade contribuiu para o fortalecimento dos procedimentos informais, nos quais os titulares de dívidas acolhem as reestruturações informais como uma forma de ter o retorno rápido da compra dessas dívidas, isso cria margem para o surgimento de *vulture funds* que são fundos ‘oportunistas’ que assumem o risco de comprar dívidas com excelentes descontos e conseguem ter um retorno extraordinário com os acordos extrajudiciais.

Além disso, interesses divergentes daqueles que priorizam a recuperação das empresas e credores podem acontecer rotineiramente com a existência de CDS (*credit default swaps*) e isso pode significar a complexa relação quando há a presença de diferentes atores. Essa dificuldade de coordenação pode representar uma ameaça para a utilização de procedimentos informais, caso em que será recomendada a utilização de procedimentos formais ainda que isso represente um custo maior.

Importa destacar a utilização de *floating charges*<sup>185</sup> sobre os ativos, uma medida que traz segurança para os credores que apostam em dar créditos a uma empresa com dificuldade. Nos EUA os chamados *New Finance* são encorajados a ceder créditos às empresas em dificuldade sob a proteção do *Chapter 11* colocando-os na qualidade de *superpriority claims* na hierarquia de créditos.<sup>186</sup>

---

<sup>185</sup> Conforme ensina Luís Menezes Leitão, o *floating charge* inglês e o *floating lien* americano são garantias sobre os bens circulantes da empresa (mercadorias, créditos, etc). Nestes termos, o devedor fica autorizado a continuar a alienação daqueles bens no âmbito normal do seu negócio. Contudo, não pode constituir outras garantias sobre os referidos bens e, em caso de incumprimento, a garantia cristaliza-se no conjunto de bens existentes na empresa nessa data, sendo que, caso tal aconteça, estes credores têm preferência sobre os credores comuns. Cf. LEITÃO, Luís Menezes. *Garantias das Obrigações*. Editora Almedina, Coimbra, 2.<sup>a</sup> ed., 2008, p. 306 e ss.

<sup>186</sup> GILSON, Stuart. *Coming Through in a Crisis...*, Op. cit., p. 26.

Tal proteção não é estranha ao ordenamento jurídico português, o qual dispõe de garantias similares aos novos créditos, conforme o art. 17-H, nº. 1 e 2 e art. 120, nº. 6 do CIRE. A Proposta de Diretiva sobre reestruturação preventiva do Parlamento Europeu aperfeiçoa e desenvolve essa proteção.

4) *Haircut*, moratória e *Debt-equity-swaps*. Essas três modalidades podem demonstrar a importância que um credor pode ter na realização de uma reestruturação bem feita. Através da renúncia de seus créditos ou de parte deles é o se que denomina nos EUA e UK como *haircut* e nada mais são que perdões da dívida, podendo ser os juros ou o capital inteiro. Outra medida é a concessão de uma moratória, ainda que esteja incluída cláusulas de “retorno a melhor fortuna”, em que o devedor consente na hipótese de recuperação a obtenção de um pagamento futuro.

Por fim, a utilização de conversão de créditos em participação sociais denominada de *Debt-equity-swaps* é uma medida comum na reorganização de empresas em dificuldade. Em contrapartida a renúncia de seus créditos, os credores tornam-se acionistas recebendo participação social. Tal medida possui resguardo ao artigo 198 do CIRE em casos de reestruturação judicial e nada impede que o mesmo ocorra nos casos de acordos extrajudiciais<sup>187</sup>.

#### 4.1 PROCEDIMENTO INFORMAL

Para a maioria das empresas que entram em dificuldades, aderir a um procedimento formal é um dos últimos procedimentos, o qual só será utilizado quando os meios informais não forem possíveis de suprir os problemas. Há muitos benefícios pela utilização dos procedimentos informais quando comparados com procedimentos formais, o principal motivo que pode ser destacado é a priorização da liberdade contratual, em que não há clareza sobre os limites que essa liberdade pode ter.

Este tem como principais vantagens o baixo custo e a pouca complexidade, em que a vontade das partes terá prevalência. Isso atrai muitos devedores que pretendem distanciar-

---

<sup>187</sup> OLIVEIRA, Ana Perestrelo. *Op. cit.*, p. 318 e ss.

se de custos elevados como honorários e custas processuais de um procedimento formal, bem como a suscetibilidade para atrair antecipada e proativo envolvimento dos principais credores.

Os procedimentos informais, por pertencerem ao campo da informalidade não possuirão a mesma publicidade que um processo formal a qual é importante para evitar a diminuição da confiança dos clientes e para facilitar o consenso das partes afetadas em um campo de negociação menos conflituoso. Nos Estados Unidos é muito utilizado pelas empresas que buscam um consenso com seus credores, antes de recorrer ao *chapter 11*.

Os grandes bancos, principais credores no mercado, hoje possuem divisões especializadas para a realização destes instrumentos e isso comprova que os bancos abraçaram a *rescue culture*<sup>188</sup>, e por terem como principal característica a desjudicialização e a autonomia das vontades, serão beneficiados aqueles que souberem barganhar melhor e normalmente ambas as partes saem no lucro, visto que caso não encontrem uma saída moderada que beneficie ambos, só restará a utilização de meios formais. Além disso, algumas mudanças significativas ocorreram no mercado que levaram os Bancos a repensarem sobre a forma como olham para as empresas em crise.

Nem sempre os procedimentos informais serão a melhor saída para o resgate das empresas e ela será melhor adotada quando as dívidas estiverem concentradas em credores sofisticados como os bancos que acreditam no potencial das empresas viáveis reorganizadas, e conforme já dito, possuem divisões específicas para tratar sobre o assunto e outras instituições como seguradoras, o que já não se vê na disposição dos credores para resolver os problemas.

Um incentivador importante podem ser os acionistas, pois ao realizar este método eles terão a possibilidade de reter uma parte significativa na participação de acordos extrajudiciais, ao contrário do que acontece nos procedimentos formais em decorrência do princípio da prioridade absoluta, o qual determina o pagamento de todos os credores integralmente antes que os acionistas recebam qualquer coisa.

---

<sup>188</sup> Essa expressão tem a sua essência introduzida pelo Relatório Cork, no qual se argumenta que: “uma preocupação com o sustento e o bem-estar daqueles que dependem de uma empresa que pode ser o sustento de uma cidade inteira ou até uma região é um fator legítimo para o qual uma lei moderna de insolvência deve ter em conta”.

Destarte, os procedimentos informais funcionam melhor quando a dívida está concentrada, simples e os credores são reduzidos. Acresce o número de credores aumenta a probabilidade de disputas entre eles e dificulta o alinhamento do plano de reorganização. Quando há uma estrutura complexa de dívida será mais aconselhável recorrer aos procedimentos formais, pois através deles não será necessário o consenso de todos os credores, os dissidentes poderão ser forçados a aceitar o plano e a lógica é que haja divergências quando a composição de capitais da devedora é mais complexa.

#### 4.1.1 O regime extrajudicial de recuperação de empresas português (RERE)

Não é o objetivo do trabalho explicar, pormenorizadamente, todas as nuances dos instrumentos disponíveis para a reestruturação das empresas, mas para destacar as incongruências que existem na sincronia entre a marcha da insolvência mundial e o que dispõe o ordenamento jurídico português, é necessário destacar os principais elementos que compõem o mesmo.

Ao passo que os procedimentos que incluem a participação do judiciário terão um papel diretamente importante considerando a complexidade de estrutura de débitos existentes em uma empresa<sup>189</sup>, os regimes extrajudiciais possuem um papel indireto para não deixar desguarnecidas as empresas que não possuem tanta complexidade em sua estrutura, conseqüentemente as empresas menores que possuem uma estrutura mais simplista encontrarão nesses regimes o apoio que precisam para realizar suas reestruturações.

A recentíssima Lei nº 8/2018 promulgada no dia 2 de março extinguiu o antigo Sistema de Recuperação de Empresas por Via Extrajudicial (SIREVE) introduzido pelo Decreto Lei nº 178/2012<sup>190</sup>, mas os princípios aos quais o antigo sistema estava adstrito continuaram valendo para o recente instrumento.

Estes princípios constam da Resolução do Conselho de Ministros nº 43/2011, publicada em 25 de outubro, e são caracterizados enquanto princípios orientadores para a

---

<sup>189</sup> Como foi demonstrado no capítulo 2, a grande crise intensificou a sua importância e indiretamente, mas não menos importante, impulsionou as reestruturações extrajudiciais.

<sup>190</sup> O SIREVE por sua vez extinguiu o antigo Processo extrajudicial de Conciliação (PEC).

promoção dos mecanismos de reestruturação extrajudicial das empresas. Segundo o legislador as principais virtudes desses instrumentos são a flexibilidade, eficiência que através deles permitem a manutenção em atividade da empresa, alta taxa de recuperação do crédito, a continuidade nas relações jurídicas e econômicas entre trabalhadores, clientes e fornecedores e a desjudicialização dos tribunais, pois para o legislador, corrobora para a desobstrução dos tribunais que terão a oportunidade de preocuparem-se com outros problemas complexos que necessitem da sua objeção<sup>191</sup>.

A sua inspiração tem origem nas experiências vivenciadas no *London Approach* utilizada no Reino Unido, o conjunto de princípios de atuação era supervisionado pelo *Bank of England* e por diversos mecanismos ou normas sociais resultantes da prática mercadológica. A partir do seu sucesso, a *INSOL International*<sup>192</sup> preparou um documento intitulado *Statement of Principles for a global approach to Multi-Creditor workouts* apoiado pelo Banco Mundial, pelo *Bank of England* e *British Bankers Association* com um conjunto de princípios que foram enxertados no ordenamento jurídico português através da Resolução acima<sup>193</sup>.

O Estado promovia a supervisão e controle dos instrumentos extrajudiciais através do instituto público de regime especial designado Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação (IAPMEI), órgão pertencente ao Ministério da Economia. Este órgão representava a presença do Estado nos meios extrajudiciais como uma forma de limitar os eventuais abusos em um acordo extrajudicial que prevalece a vontade das partes.

Entretanto, com a revogação do SIREVE, o IAPMEI perdeu sua força, cabendo-lhe apenas a nomeação e destituição do mediador da recuperação de empresas quando a empresa requerer.

O RERE poderá ser utilizado quando a empresa esteja enquadrada em situação econômica difícil (conforme determinam os artigos 17º-A e 17º-B do CIRE) ou em situação

---

<sup>191</sup> PORTUGAL, Resolução do Conselho de Ministros nº. 43/2011. Parágrafo segundo. Disponível em: <<https://data.dre.pt/eli/resolconsmin/43/2011/10/25/p/dre/pt/html>>. Acesso em: 02, dez., 2018.

<sup>192</sup> “Associação internacional de diversas entidades que integra profissionais na área de recuperação empresarial e insolvência, para realizar uma troca de experiências, network e facilitar a integração internacional no campo de sua área”. Disponível em: <<https://www.insol.org/>>. Acesso em: 02, dez., 2018.

<sup>193</sup> FERREIRA, Bruno. Mecanismo de alerta e prevenção da crise do devedor: em especial a recuperação extrajudicial. In: *II Congresso de Direito das Sociedades em Revista*. Editora Almedina, Coimbra, 2012, p. 243 e ss.

de insolvência iminente (conforme preleciona o artigo 3º, 4 do CIRE). A doutrina encontra bastante dificuldade em definir o momento exato em que o devedor se apresenta em situação econômica difícil ou em insolvência iminente<sup>194</sup>. O artigo 17º-B do CIRE não esclarece como identificá-los, apenas aduz “está em momento econômico difícil a empresa que enfrenta dificuldades sérias para realizar o pagamento pontual de suas obrigações por falta de liquidez ou por não conseguir obter crédito”, enquanto que não há definição da situação de insolvência iminente.

O IAPMEI disponibiliza um instrumento denominado autodiagnóstico econômico-financeiro que apresenta contributos reflexivos relevantes para identificar o posicionamento das variáveis relacionadas. Isso contribui para uma reflexão mais bem estruturada da situação empresarial, das causas que a ela conduziram e das eventuais medidas que possam vir a adotar para ultrapassar os possíveis constrangimentos que vivencia. O artigo 15, 2 da Lei nº 8/2018 prevê a utilização do referido instrumento como uma ferramenta para identificar a situação do devedor.

Este instrumento de autodiagnóstico tem relação com o quadro dos requisitos mínimos determinados pela Proposta de Diretiva, na qual o Parlamento Europeu especificou como *early warning* o disposto no artigo 3º.<sup>195</sup> Como salienta Catarina Serra<sup>196</sup> esses instrumentos podem ser limitados às PME's (cfr. artigo 3º, 3) devido à consciência de que elas não dispõem de recursos necessários para acomodar custos de reestruturação elevado.

Dúvidas surgem em relação à limitação destes para o gozo exclusivo das PME's, já que tais instrumentos auxiliam na identificação antecipada de tempos ruins para as empresas, não faz sentido limitá-los apenas às PME's, ainda que empresas maiores possuam meios

---

<sup>194</sup> Alexandre Soveral Martins faz a mesma reflexão sobre quando o intérprete e o aplicador do direito podem considerar que a insolvência é iminente. Em seguida, crítica a lei portuguesa por não esclarecer como se faz nos ordenamentos jurídicos alemão e espanhol. Cf. MARTINS, Alexandre de Soveral. Um curso de Direito da Insolvência..., Op. cit, p. 55.

<sup>195</sup> Artigo 3º da Proposta Directiva: “Alerta rápido 1. Os Estados-Membros devem assegurar o acesso dos devedores e empresários a instrumentos de alerta rápido que detetem a deterioração da atividade de uma empresa e avisem o devedor ou o empresário da necessidade de agir com urgência.

2. Os Estados-Membros devem assegurar o acesso dos devedores e empresários a informações pertinentes atualizadas, claras, concisas e facilmente inteligíveis sobre os instrumentos de alerta rápido e os meios colocados à sua disposição com vista à sua reestruturação em tempo útil ou à obtenção da quitação da sua dívida pessoal

3. Os Estados-Membros podem limitar o acesso previsto nos números 1 e 2 às pequenas e médias empresas ou aos empresários”.

<sup>196</sup> SERRA, Catarina. O direito da insolvência em movimento..., Op. cit., p. 104.

mais eficazes de auferir sua saúde financeira, não se encontram motivos para limitação deixando mais um elemento a cargo de todas as empresas para identificar problemas.

A preocupação com as PME's tem razão de ser por estas possuírem grande importância na economia de todos os países alocando muitos empregos, e por isso é um dos elementos centrais do plano *Jucker*, inclusive a *American Bankruptcy Institute* (ABI) em sua proposta de reforma do *Chapter 11*<sup>197</sup> incluiu a preocupação relacionada às PME's como um dos tópicos a serem tratados.

Em Portugal isso não é diferente, as PME's constituem a base da economia portuguesa, representando 99% do número total de empresas, 80% do total de empregos e cerca de 60% do total do volume de negócios das sociedades não financeiras. Tão importante é a sua importância que a Resolução do Conselho de Ministros nº 42/2016, denominada de Programa Capitalizar possui como preocupação central as dificuldades encontradas por essas empresas, entre elas estão os mecanismos de reestruturação.

Em seu segundo artigo, o RERE define o âmbito objetivo de sua aplicação, sendo necessário a manifestação, expressa e unânime, do devedor e um ou mais dos seus credores de submeter as negociações ou o acordo de reestruturação, este poderá ser a alteração da composição, das condições ou da estrutura de ativo ou do passivo, ou de qualquer outra parte da estrutura de capital, incluindo o capital social, ou a combinação destes elementos, incluindo a venda de ativos ou de parte das atividades.

Nestes termos, a competência dentro das sociedades para gerir as reestruturações extrajudiciais não é definida nem no CIRE e nem no CSC. Conforme define Coutinho de Abreu<sup>198</sup>: “O direito societário ocupa-se da constituição, organização e funcionamento das sociedades tendo em vista uma eficiente realização da atividade social. Pouco cuida das situações econômicas difíceis ou de crise que embaraçam ou impedem aquela realização”.

Embora ambos os Códigos não deixem claro a quem cabe fazê-lo, como a empresa ainda não está insolvente e não se trata do PER, está nas mãos do conselho de administração,

---

<sup>197</sup> AMERICAN BANKRUPTCY INSTITUTE. *Commission to study the reform of chapter 11. 2012-2014. Final report and recommendations*. Disponível em: <<http://commission.abi.org/full-report>>. Acesso em: 01, dez., 2018.

<sup>198</sup> ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Direito das Sociedades e Direito da Insolvência: interações*. In: *IV Congresso de Direito da Insolvência*. Editora Almedina, Coimbra, 2017, p. 185.

o qual é legitimado a realizar qualquer das atividades relacionadas, conforme predispõe o artigo 406 do Código de Sociedades Comerciais, veja-se:

Compete ao conselho de administração deliberar sobre qualquer assunto de administração da sociedade, nomeadamente sobre: (...) e) Aquisição, alienação e oneração de bens imóveis; f) Prestação de cauções e garantias pessoais ou reais pela sociedade; g) Abertura ou encerramento de estabelecimentos ou de partes importantes destes; h) Extensões ou reduções importantes da actividade da sociedade; i) Modificações importantes na organização da empresa; j) Estabelecimento ou cessação de cooperação duradoura e importante com outras empresas; l) Mudança de sede e aumentos de capital, nos termos previstos no contrato de sociedade; m) Projectos de fusão, de cisão e de transformação da sociedade; n) Qualquer outro assunto sobre o qual algum administrador requeira deliberação do conselho<sup>199</sup>.

Diferente do que se verá mais adiante com o Processo Especial de Revitalização (PER), o RERE não obriga a instituição de um administrador judicial provisório, mas nada impede que haja a alteração do corpo administrativo da empresa para eleger profissionais especializados em reestruturações. Entretanto, as medidas que podem ser utilizadas pelo devedor, conforme dispõe o artigo transcrito acima, fazem parte da competência do conselho administrativo.

O que é importante notar na análise do RERE é que dos instrumentos pré-insolvenciais portugueses, este é o único que devido à existência de uma lacuna sobre quem deverá reger a recuperação, impossibilitada de ser suprida por direito subsidiário<sup>200</sup>, manterá o devedor na posse de sua gestão. Não obstante, o artigo 14º, 1 da Lei nº 8/2018 faculta ao devedor a possibilidade de indicar um mediador para auxiliá-lo na mediação de um acordo extrajudicial.

O mediador é a pessoa designada para prestar assistência a uma empresa devedora que, de acordo com o previsto no Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas, se

---

<sup>199</sup> Há dúvidas quanto a isso, principalmente pela celeuma entre propriedade e controle das sociedades. Para dificultar ainda mais esse entendimento, nas sociedades por quotas os sócios têm o direito de dar instruções genéricas e específicas aos gerentes em assuntos de gestão da atividade social. Cf. ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Governança das sociedades comerciais...*, *Op. cit.*, p. 56 e ss. (Ainda que se considere interessante esse tema, por delimitação do objeto do trabalho, ele não será abordado).

<sup>200</sup> Ao contrário do que ocorre no PER, o qual é expressamente nomeado um administrador judicial provisório, aqui a omissão sobre o assunto leva-nos a recorrer a um dos seus princípios orientadores, nomeadamente o da flexibilidade e da celeridade.

encontre em situação econômica difícil ou mesmo de insolvência, nomeadamente em negociações com os seus credores com vista a alcançar um acordo extrajudicial de reestruturação que vise a sua recuperação. Cria-se uma figura de caráter técnico para intervir em uma fase desjudicializada de modo a nela intervir um

profissional qualificado, com formação específica em mediação e com experiência em funções de administração, direção ou gestão de empresas, auditoria econômico-financeira e prestar-lhes o apoio necessário no processo tendente à sua reestruturação<sup>201</sup>.

Ao considerar a última Proposta de Diretiva promulgada pela Comissão Europeia, a possibilidade de manter o devedor na posse pode vir a ser uma medida alternativa ao PER que mesmo após a promulgação de tal Proposta não sofreu qualquer mudança sobre a matéria nas alterações que o CIRE sofreu recentemente. O que sugestivamente poderia ser alterada é a indicação de um administrador provisório facultativo e não obrigatório, a exemplo do que ocorre no ordenamento jurídico americano em que a regra é o *debtor in possession*<sup>202</sup>.

Neste mesmo entendimento, Richard Posner sugere:

*The reason for giving [the right to continue the operation of the firm] to management is that only management, and not a committee of creditors or a trustee, auctioneer, or venture capitalist or other acquirer has the know-how to continue the firm in operation, as distinct from reviving it (maybe) after an interruption for a change in control*<sup>203</sup>.

Esta medida pode trazer bons resultados se considerar que o Conselho Administrativo da empresa detém relações próximas com os principais credores, fornecedores e clientes da mesma e a sua manutenção pode ser muito importante para

---

<sup>201</sup> Trecho retirado da Exposição de Motivos da Proposta de Lei n.º 83/XIII que originou o Estatuto do Mediador. Disponível em: <<https://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar/Paginas/DetalheIniciativa.aspx?BID=41396>>. Acesso em: 02, dez., 2018.

<sup>202</sup> Vejamos o que aduz a Proposta de Directiva 2016/0359: “Artigo 5.º Devedor na posse dos seus ativos: 1. Os Estados-Membros devem assegurar que os devedores que adiram a processos de reestruturação preventiva mantêm o controlo total ou pelo menos parcial dos seus ativos e do exercício corrente da sua atividade; 2. A nomeação por uma autoridade judicial ou administrativa de um profissional no domínio da reestruturação não é obrigatória em todos os casos; 3. Os Estados-Membros podem exigir a nomeação de um profissional no domínio da reestruturação nos seguintes casos: (a) Se for concedida ao devedor uma suspensão das medidas de execução em conformidade com o artigo 6.º; (b) Se o plano de reestruturação carecer da confirmação de uma autoridade judicial ou administrativa, mediante a reestruturação forçada da dívida contra categorias de credores, em conformidade com o artigo 11.º”.

<sup>203</sup> POSNER, Richard. ‘Foreword’. In: BHANDARI, J. and WEISS, L. *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*. Cambridge University Press, Cambridge, 1996, p. 11-13.

conseguir a aprovação de um plano de reestruturação e, caso contrário, foi demonstrado na proposta, se houver receio de fraude ou desonestidade como ocorre no §1104 do *bankruptcy* americano<sup>204</sup> o devedor pode ser afastado e nomeado um administrador judicial.

Conforme sugere a própria Comissão Europeia<sup>205</sup>:

A administração atual é geralmente mais adequada para orquestrar o processo de reabilitação em benefício dos credores e outros interesses. O devedor na posse é um fiduciário dos credores e, como resultado, tem a obrigação de se abster de agir de uma maneira que possa prejudicar a propriedade, ou impedir uma reorganização bem-sucedida. A forte presunção também encontra sua base na familiaridade habitual do devedor-em-posse com o negócio que já vinha administrando muitas vezes tornando-se a melhor parte para conduzir as operações durante a reorganização.

Haja vista que o legislador não esboçou qualquer mudança no âmbito legislativo do PER, a manutenção do devedor na posse da administração de sua empresa é um instrumento que pode ser utilizado no RERE, reforçando uma de suas propostas que é a flexibilidade na realização dos acordos.

A liberdade contratual entre as partes é claramente demonstrada no artigo 19º que em suas linhas finais aduz:

o conteúdo do acordo de reestruturação é fixado livremente entre as partes, podendo compreender, designadamente, os termos da reestruturação da atividade econômica do devedor, do seu passivo, da sua estrutura legal, dos novos financiamentos a conceder ao devedor e das novas garantias a prestar por este.

Assim como na maioria dos ordenamentos jurídicos, o despacho de aceitação do requerimento de utilização do RERE tem como principal efeito processual a suspensão de

---

<sup>204</sup> 11 U.S. Code §1104 – *Appointment of trustee or examiner: (a) At any time after the commencement of the case but before confirmation of a plan, on request of a party in interest or the United States trustee, and after notice and a hearing, the court shall order the appointment of a trustee- (1) for cause, including fraud, dishonesty, incompetence, or gross mismanagement of the affairs of the debtor by current management, either before or after the commencement of the case, or similar cause, but not including the number of holders of securities of the debtor or the amount of assets or liabilities of the debtor; or (2) if such appointment is in the interests of creditors, any equity security holders, and other interests of the estate, without regard to the number of holders of securities of the debtor or the amount of assets or liabilities of the debtor.*

<sup>205</sup> COMISSÃO EUROPEIA. *Study on a new approach to business failure and insolvency: Comparative legal analysis of the Member States' relevant provisions and practices*. 2016, p. 2. Disponível em: <[https://ec.europa.eu/info/files/study-new-approach-business-failure-and-insolvency\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/study-new-approach-business-failure-and-insolvency_en)>. Acesso em: 10, out., 2018.

quaisquer ações executivas para pagamento de quantias certas ou quaisquer outras ações destinadas a exigir o cumprimento de obrigações pecuniárias contra o devedor pelos credores participantes (cfr. artigo 11, 2 na redação dada pelo Decreto-Lei n.º 26/2015). Assim, o devedor tem o que alguns autores chamam de *breathing space*<sup>206</sup> para que a sua preocupação esteja voltada em torno da recuperação da empresa e impedir qualquer perturbação para a realização dela.

Portanto, o caráter contratual do RERE é característico entre as partes para definir a matéria do acordo, o que demonstra a ideia de contratualização da insolvência, visto que este instrumento apresenta um caráter puramente contratual, ainda que esteja normatizado no ordenamento jurídico português adotando a terminologia de *informal workouts*.

Parece estranho que os instrumentos ditos “extrajudiciais” sejam institucionalizados. O usual seriam soluções extrajudiciais sem qualquer relação ou coordenação com uma disciplina jurídica, entretanto a sua prática é comum<sup>207</sup>.

A exposição de motivos que deu origem à referida lei<sup>208</sup> define que os objetivos essenciais perseguidos é o relançamento da economia portuguesa e criação de emprego, redução do elevado nível de endividamento das empresas e a melhoria de condições para o investimento. Isso leva a crer que a essência desse instrumento é a manutenção das empresas com a observância de outros valores diversos da visão única de satisfação dos credores, demonstrando a amplitude de finalidades do Direito da Insolvência.

Essa tipificação de um Regime Extrajudicial é completamente diferente do que ocorre nos ordenamentos jurídicos americano, nos quais o máximo que pode ser encontrado são orientações para um bom acordo extrajudicial, o que se permite dizer existir instrumentos puramente extrajudiciais, como é o exemplo do *London Approach*<sup>209</sup>. No ordenamento jurídico americano não há qualquer tipo de documento com *status* semi-oficial como no Reino Unido, mas há um conjunto compartilhado de expectativas entre os credores em relação à inadimplência do devedor baseados em interesses comunitários<sup>210</sup>.

---

<sup>206</sup> A expressão é utilizada por muitos autores para referirem-se ao tempo que é disponibilizado para as empresas devedoras para realizar as reestruturações sem se preocupar com outras ações de cunho executivo.

<sup>207</sup> SERRA, Catarina. Regime Extrajudicial..., *Op. cit.*, p. 185.

<sup>208</sup> Proposta de Lei n.º 84/XIII.

<sup>209</sup> SERRA, Catarina. A Contratualização da insolvência..., *Op. cit.*, p. 268 e 269.

<sup>210</sup> MCCORMACK, Gerard. *Op. cit.*, p. 17.

## 4.2 PROCEDIMENTO HÍBRIDO

Esse instrumento possui um grande significado no Direito da Insolvência e muitos identificam-no, junto com os *informal procedures*, como a materialização da contratualização da insolvência, ainda que essa má-impressão seja resultante de um de seus seguimentos, especificamente os *pre-packs sales*<sup>211</sup>, mas suas características, em tese, demonstram um balanço entre liberdade contratual e intervenção das leis imperativas da insolvência, embora na prática esse equilíbrio não seja tão presente.

A denominação de procedimento híbrido confunde-se em muitos pontos com o que os procedimentos formais apresentam, isso fica claro com a definição de alguns autores, os quais definem o PER enquanto um instrumento híbrido, com a devida vênia discordar desse entendimento, colocando-o como um instrumento formal pelos motivos justificados no tópico seguinte.

A origem destes instrumento é americana com os denominados *prepackaged bankruptcy plan*, entretanto suas discussões concentram-se em ares inglesas<sup>212</sup>. Os procedimentos híbridos são assim chamados por possuírem duas fases distintas, uma primeira em que prevalece a liberdade das partes em fixar aquilo que bem entenderem para o fim da recuperação da empresa em dificuldade e, posteriormente, a participação do judiciário para julgar, analisar, forçar e homologar os acordos.

Como sugere Catarina Serra<sup>213</sup> os *hybrid procedures* combinam uma fase informal (negocial) e uma fase formal (judicial) acumulando as vantagens que cada instituto propõe. Suas características essenciais são a sobreposição de uma maioria qualificada determinada pelo efeito vinculativo do acordo, ainda que haja a oposição de alguns, bem como a homologação por uma autoridade independente.

---

<sup>211</sup> Na denominação de Catarina Serra esses instrumentos são utilizados para alienar as empresas ou parte delas antes de entrar em um processo de insolvência permitindo, por um lado trazer vantagens como a salvaguarda dos postos de trabalho e a conservação do valor da empresa (*going-concern value*), e por outro lado a falta de transparência que resulta em desconfiança dos credores comuns, os quais muitas vezes não são previamente informados sobre o negócio realizado. Cf. SERRA, Catarina. A Contratualização da insolvência..., *Op. cit.*, p. 273 e ss.

<sup>212</sup> *Ibidem*, p. 269 e ss.

<sup>213</sup> *Ibidem*, p. 269 e ss.

A autora entende que estes instrumentos justificam a demonstração das consequências dramáticas das crises, em especial a última grande crise para a insolvência portuguesa, ressaltada no segundo capítulo, pois os *hybrid procedures* surgem para remediar os problemas consequentes da recessão. Os processos híbridos nasceram justamente da necessidade de superar estas dificuldades trazidas pela crise. A sua função econômica é, numa palavra, reduzir as resistências ou os bloqueios por parte de determinados credores sem as despesas associadas à abertura e/ou ao curso de um processo de insolvência<sup>214</sup>.

Portanto, este procedimento une o útil ao agradável por substituir a regra de consentimento individual típica dos contratos, por regras do consentimento coletivo características das leis tradicionais de insolvência, restringindo a liberdade contratual dos credores, obrigando-os a conformarem-se com o interesse da maioria como solução eficaz.

Falta-lhes algumas características do procedimento informal como a flexibilidade e confidencialidade, mas em contrapartida incluem moratórias e poder de vinculação a todos os credores quando atingidos a sua maioria característicos dos procedimentos formais<sup>215</sup>.

Sua função econômica é evitar ou reduzir as resistências e os bloqueios sem as despesas associadas à abertura e/ou ao curso de um processo de insolvência, o que é alcançado através da substituição da regra do consentimento individual, típica dos contratos, pela regra do consentimento coletivo, característica dos processos tradicionais<sup>216</sup>.

As principais características dos procedimentos híbridos estão nas restrições incidentes sobre os direitos dos credores como: suspensão do direito de requerer a declaração de insolvência do devedor, suspensão do direito de propor ações executivas contra do devedor (*standstill* ou *automatic stay*), o tratamento preferencial dos créditos novos (*Debtor-in-Possession financing* ou *new finance*), divisão de credores por classe e a imposição do plano de recuperação aos credores oponentes e não participantes (*cross class cram-down rule*)<sup>217</sup>.

---

<sup>214</sup> SERRA, Catarina. A Contratualização da insolvência..., *Op. cit.*, p. 270.

<sup>215</sup> COMISSÃO EUROPEIA. *Impact assessment study...*, *Op. cit.*, p. 51.

<sup>216</sup> GARCIMARTÍN, Francisco J. The review of the Insolvency Regulation: Hybrid procedures and other issues. In: *The future of the Europe Linklaters (Spain)*. 2016, pp. 129-137, p. 129. Disponível em: <<https://docplayer.net/17460355-The-review-of-the-insolvency-regulation-hybrid-procedures-and-other-issues.html>>. Acesso em: 02, dez., 2018.

<sup>217</sup> SERRA, Catarina. Lições de Direito da Insolvência..., *Op. cit.*, p. 343.

Portanto, em teoria ele consegue limitar a liberdade contratual através do pente fino passado pelo tribunal, o que não é possível ser feito nos procedimentos que excluem a participação do julgador. No entanto, a prática apresenta resultados antagônicos ao pretendido, refira-se, especificamente, para os *pre-packs* que apesar da sua ideia ser interessante, alguns credores e/ou devedores abusam da sua liberdade para privar o direito de credores minoritários através de *pre-packs sales*, como demonstrado por Catarina Serra<sup>218</sup>.

#### 4.2.1 *Pre-packaged procedures*

Estes instrumentos podem ser encontrados no ordenamento jurídico inglês e americano, bem como há abertura para no ordenamento jurídico português para a sua utilização. Possui como características a rapidez, flexibilidade, baixo custo e os efeitos dos procedimentos formais. Exprime o que há de mais puro de um procedimento híbrido misturando reestruturação privada e da insolvência tradicional.

O plano de reestruturação é discutido anteriormente entre credores e devedor livremente e, em seguida, o *chapter 11* ou o *administration* são usados para dar efeito e implementar o acordo, eliminando e/ou reduzindo a influência de credores minoritários que poderiam resistir ou impedir um acordo extrajudicial, visto que aqui há a possibilidade de força-los a aderir a recuperação<sup>219220</sup>.

A intenção dos *pre-packs* é trazer mais celeridade e simplicidade ao processo de insolvência de forma a salvaguardar o valor da empresa, minimizando as despesas relacionadas as custas judiciais e todas as outras perdas acessórias decorrentes do decurso processual. O §1126(b) do *bankruptcy code* viabiliza a utilização desses procedimentos referindo a possibilidade do credor aceitar ou rejeitar um plano antes do início do processo e aos efeitos que dele decorrem<sup>221</sup>.

---

<sup>218</sup> SERRA, Catarina. A Contratualização da insolvência..., *Op. cit.*, 2012. p. 270 e ss.

<sup>219</sup> Conforme McCORMACK, Gerard. *Corporate Rescue Law – An Anglo-American Perspective*. Edward Elgar. 2008. p. 103 e ss.

<sup>220</sup> Os credores minoritários poderão ser forçados a aderir ao plano de recuperação através da *cram-down rule*.

<sup>221</sup> SERRA, Catarina. A Contratualização da insolvência..., *Op. cit.*, p. 270 e ss.

Em outras palavras, as empresas já chegaram em um acordo sobre um plano de recuperação antes mesmo de ter sido iniciado o processo, dessa forma o procedimento disposto no diploma da lei de insolvência é simplificado, visto que uma de suas fases não existirá, cabendo ao tribunal apenas a análise de algum abuso e a homologação do acordo para que seus efeitos ocorram<sup>222</sup>.

Dentro do *pre-package procedure* pode ser encontrado os *pre-pack sales*, que foi rapidamente definido no início do tópico como um instrumento utilizado para realizar a venda de parte ou de toda a empresa para credores ou administradores sem o consentimento de credores minoritários, ferindo, dessa forma, os seus direitos.

Para acabar com esses abusos, o Governo inglês lançou através do *Department for Business Innovation and Skills* consultas públicas destinadas a aumentar a fiscalização sobre esses *pre-pack sales*. Propostas como maior fiscalização, exigência de autorização do tribunal, exigência de autorização dos credores sociais, a imposição de aviso prévio para que os credores pudessem manifestar a oposição à venda e outros<sup>223</sup>.

Entretanto, as inovações acabaram por não ser introduzidas sobre o argumento de que trariam prejuízos estritamente econômicos para a realização dessas inovações e por isso o instrumento perderia as características essenciais tais quais flexibilidade e celeridade. Isso demonstra a crueldade de uma visão estritamente contratual para a insolvência que tenha em mente apenas valores econômicos.

#### 4.3. PROCEDIMENTOS FORMAIS

Os procedimentos formais são instrumentos que têm como característica principal a participação do Judiciário ou qualquer outra pessoa que o represente (administrador judicial provisório) seja no controle, seja na supervisão dos procedimentos. Ademais, ainda que possa ser instrumento de reestruturação, tem aplicabilidade e reconhecimento oriundos dos procedimentos tradicionais de insolvência<sup>224</sup>.

---

<sup>222</sup> *Ibidem*, 270 e ss.

<sup>223</sup> *Ibidem*, 270 e ss.

<sup>224</sup> GARCIMARTÍN, Francisco J. “*The review of the Insolvency...*”, *Op. cit.*, p. 129.

Sua utilização é muito importante nos casos em que a empresa em dificuldade apresenta uma estrutura de dívida complexa, com interesses heterogêneos e muito difíceis de conciliar. Quando isso ocorre, a utilização de procedimentos híbridos ou informais não se tornam eficazes, pois em decorrência dos inúmeros credores, surgem inúmeros interesses divergentes, de modo que é quase impossível alinhá-los através de um procedimento extrajudicial.

Importante denotar a grande importância que estes instrumentos tiveram, e ainda tem para a reestruturação da economia norte-americana pós-crise<sup>225</sup> - o que fica ainda mais claro com o exposto no capítulo 2, no que tange às consequências da última grande crise e a decorrente alteração na estruturação das dívidas das empresas problemáticas, dando fim ao tradicional monopólio de pequenos grupos de bancos, bem como introduzindo outros investidores institucionais que impossibilitam um alinhamento nas formas e interesses inerentes à recuperação.

Ao contrário do que dispõe Catarina Serra<sup>226</sup>, um procedimento híbrido não terá sucesso em resolver disputas complexas e litigiosas entre muitos grupos de credores com nítidos interesses contraditórios<sup>227</sup>. Apesar de representar uma via mais dispendiosa e morosa, caso tal situação seja verificada na prática, parece-nos que a melhor opção é a utilização de meios formais de reestruturação.

A imposição de restrições ao direito dos credores é uma das medidas importantes para balancear o interesse das partes e forçar a recuperação das empresas viáveis. Todas as medidas que Catarina Serra identifica como correspondentes aos procedimentos híbridos (tais como *automatic stay*, *cross-class cram-down*, *DIP financing*), são enquadradas desta forma apenas por terem a chancela do procedimento formal<sup>228</sup>.

Catarina Serra aponta em diversas obras que o PER é um instrumento de natureza híbrida<sup>229</sup>. Com a devida *vênia*, parece-nos que o PER representa um instrumento de tipo

---

<sup>225</sup> GILSON, Stuart. *Coming Through...*, *Op. cit.*

<sup>226</sup> SERRA, Catarina. *Lições de Direito da Insolvência...*, *Op. cit.*, p. 343.

<sup>227</sup> McCORMACK, Gerard. *Corporate Rescue Law...* *Op. cit.*, p. 113.

<sup>228</sup> A título exemplificativo, no ordenamento jurídico português, o instrumento formal utilizado para realizar reestruturações é o PER, ainda que haja uma confusão em designá-lo, seja como um procedimento híbrido, seja como um procedimento formal.

<sup>229</sup> SERRA, Catarina. *Lições de Direito...*, *Op. cit.*, p. 343 e 344 e *Direito da Insolvência em movimento...* *Op. cit.*, p. 108.

formal. Primeiramente, este instrumento está totalmente tipificado no CIRE, de modo que seus procedimentos são todos assistidos pelo administrador judicial provisório. Além disso, há total similitude desse procedimento com o *chapter 11*, o qual é símbolo de um procedimento formal. Por fim, todas as alterações contidas na proposta de Diretiva do Parlamento Europeu se enquadram no PER.

A exemplo do que acontece no ordenamento jurídico americano, onde o instrumento híbrido utilizado são os *pre-packs* que, como demonstrado anteriormente, são acordos negociados fora da corte e posteriormente aprovados através do *Chapter 11*<sup>230</sup>. Não obstante, o Código de Insolvência e Recuperação das Empresas permitem essa mesma possibilidade dentro do PER.

Por sua vez, o artigo 17º-I possibilita a homologação de acordos extrajudiciais através do PER, algo que se assemelha em muito ao conteúdo que viabiliza os *pre-packs* disponíveis no *Chapter 11*. Desta feita, por analogia ao que ocorre no ordenamento jurídico americano, pode-se afirmar que os procedimentos híbridos do ordenamento jurídico português serão aqueles oriundos do artigo 17º-I e articulado com o artigo 29º da Lei 8/2018(RERE)<sup>231</sup>.

Quanto aos mencionados *pre-packs sales*, não se encontram dificuldades, na jurisdição portuguesa, em concebê-los nas hipóteses de utilização nos termos do artigo 17º-I. Primeiro, porque a definição de seus acordos conferem liberdades contratuais nas fases negociais, de modo que a venda de toda ou parte da empresa está inserida neste âmbito. Além disso, o próprio CIRE, nos procedimentos insolvenciais tradicionais, tipifica nos artigos 162º, 195º, 2, b) e 199º a alienação e saneamento das empresas, com o intuito de manter o seu valor de empresa em continuidade (*going concern value*) e preservação de outros interesses públicos (*goodwill*).

Contudo, nada obsta para que seja aplicada uma interpretação extensiva aos artigos supracitados, uma vez que não existem lacunas nos casos em que se aplica o direito subsidiário<sup>232</sup>. Desta forma, essa alienação pode ser feita como uma medida recuperatória através do procedimento híbrido. Entretanto, as liberdades contratuais e os negócios objetivados não podem ser ilimitados. Assim como no CIRE, (ainda) é necessária a

---

<sup>230</sup> McCORMACK, Gerard. *Corporate Rescue Law... Op. cit.*, p. 103 e ss.

<sup>231</sup> SERRA, Catarina. *Lições de Direito...*, p. 349.

<sup>232</sup> SERRA, Catarina. *Lições de Direito...*, Op. cit., p. 352.

aprovação das comissões e assembleias de credores, nos termos do artigo 161º, 1 e 3, a). Portanto, nos procedimentos híbridos tais requisitos também devem ser atendidos.

No âmbito da supramencionada recente proposta de Diretiva do Parlamento Europeu sobre reestruturações preventivas, a participação do Judiciário através das reestruturações forçadas teria um papel primordial para balancear os interesses das partes, na medida em que também evitaria o abuso sobre o interesse de credores minoritários quando estes tivessem algum de seus direitos suprimidos, além de obstar que bons planos de recuperação sejam impossibilitados de homologação por falta de consenso dos credores.

Diante do exposto, os *pre-packs sales* são alienações de partes ou da totalidade da empresa para outros interessados [o que pode incluir sócios ou administradores através do *management buy out (MBO)*]<sup>233</sup>, excluindo outros credores minoritários, os quais serão forçados a consentir com a venda.

Nestes termos, torna-se nítido que o PER é um procedimento formal, e não híbrido, como sugere Catarina Serra. Para que essa demonstração seja melhor identificável, ver-se-á o Processo Especial de Revitalização inserido no CIRE e os detalhes que o aproximam de um instrumento formal.

#### 4.3.1 Processo Especial de Revitalização (PER)

Assim como na exposição do RERE (subtópico 4.1.1), não é a intenção deste estudo esgotar todo o assunto sobre o PER, mas sim destacar o que há de mais importante em suas normas, além de relacioná-las com alguns aspectos que já foram destacados no decorrer do trabalho, tais como as finalidades do direito da insolvência, os objetivos perseguidos e se há ou não uma aproximação da contratualização da insolvência.

O PER foi introduzido no CIRE em 2012 através da Lei nº16/2012 e sua última alteração foi realizada através do Decreto-Lei nº 79/2017. Seu procedimento está tipificado nos artigos 17º-A a 17º-J, mas é referido logo no primeiro artigo do CIRE intitulado de finalidades do CIRE.

---

<sup>233</sup> SERRA, Catarina Isabel da Silva Santos. A Contratualização da insolvência..., *Op. cit.*, p. 278 e 279.

Nos mesmos termos do RERE, o PER admite o ingresso de empresas que “comprovadamente” se encontrem em situação econômica difícil ou de insolvência iminente<sup>234</sup>, e que ainda seja suscetível a sua recuperação. Ressalta-se ainda que apenas empresas podem aderir ao instrumento, ao passo que pessoas singulares devem utilizar o PEAP.

Diferentemente de outros ordenamentos, a apresentação do PER deve ser feita, nos termos do artigo 17.º-C, 1 do CIRE, por declaração escrita de manifestação de vontade da empresa e de credor ou credores que não estejam especialmente relacionados com a empresa, e que sejam titulares de pelo menos dez por cento dos créditos não subordinados, de começarem negociações à revitalização da empresa.

Daqui já se percebe certas formalidades e burocracias para adentrar ao PER, pois diferentemente do paradigmático *chapter 11*, possibilita que o devedor singularmente se apresente ao PER, conseqüentemente o desburocratizando, já que prescinde de credores ou eventuais requisitos específicos sobre estes, como ocorre no caso do português.

Em seguida, o primeiro grande momento do PER e atuação do Judiciário é o despacho de nomeação do administrador judicial provisório, que nada mais é que um decisão de deferimento ou abertura do processo especial de revitalização<sup>235</sup>. A função deste agente é substituir os atos do administrador, ainda que não possua poderes abrangentes como o administrador da insolvência e por mais que a tendência seja a de permanência do devedor sobre a posse de sua empresa (*debtor-in-possession*), como discutido no sub-tópico 4.1.1. Quanto maior forem os poderes do devedor no âmbito do PER, menor será o papel dos administradores provisórios judiciais, restringindo-os à funções de negociadores e supervisores das negociações<sup>236</sup>.

Para Catarina Serra, a grande particularidade do juiz que atua no PER deriva da sua natureza híbrida, com a qual o juiz foi substituído na fase de negociações pelo administrador

---

<sup>234</sup> A diferença entre os dois regimes nessa identificação da situação da empresa é que no RERE a empresa não precisa comprovar a sua saúde financeira, ao contrário do que ocorre no PER em que após a última alteração no código foi determinado a necessidade de comprovar a inexistência de insolvência através da certidão do ROC ou contabilista certificado.

<sup>235</sup> SERRA, Catarina. Lições de Direito..., *Op. cit.*, p. 379.

<sup>236</sup> SERRA, Catarina. Direito da Insolvência..., *Op. cit.*, p. 113.

judicial provisório – apesar de nunca ter sido uma atividade exercida pelo poder Judiciário, a qual normalmente ficava a cargo do administrador da insolvência.

O julgador intervém nos momentos em que lhe é oportuno, como na fase de declaração de insolvência, da homologação do plano de insolvência e da verificação e da graduação de crédito, o que quer dizer que ele não tem uma participação significativa no processo substancial de decisão quanto ao destino do devedor. De outro modo, o administrador da insolvência desempenha um papel importante de caráter executivo, verificando o passivo, apreendendo e liquidando os ativos e eventualmente ele pode ter a incumbência de elaborar um plano de recuperação ou plano de insolvência com diversas finalidades (fase negocial)<sup>237</sup>.

Neste diapasão, não procede a afirmação de que foi subtraída uma fase do Poder Judiciário no PER, visto que esta etapa sempre foi destinada ao administrador da insolvência, e como já era de se esperar, continua sendo de responsabilidade de um representante do Estado – o administrador provisório – realizar as negociações entre credores e devedor.

Por sua vez, o artigo 17.º-C, 3 do CIRE pressupõe que já há um plano de recuperação supostamente negociado antes da abertura do PER. Contudo, a leitura do artigo 17.º-F leva para o sentido contrário, demonstrando que as negociações e discussões sobre um plano de recuperação são realizadas dentro do PER, sob a supervisão e fiscalização do administrador judicial provisório, o que corrobora com a afirmação de que o PER é na verdade um instrumento formal de recuperação, diferenciando-se do processo tradicional de insolvência a sua posição preventiva (pré-insolvente).

Do despacho de abertura, dois efeitos importantes decorrerão: efeitos processuais e efeitos substantivos (*automatic stay* ou *standstill*). Primeiramente, o impedimento da instauração de ações de cobrança de dívidas e a suspensão daqueles já instaurados. Quanto aos efeitos substantivos, a abertura do PER suspende os prazos de prescrição e de caducidade e impossibilita a suspensão de serviços públicos essenciais.

Na fase negocial, dois preceitos merecem destaque, presentes no artigo 17.º-D, 8 e 10. No primeiro, define-se que as negociações se regem pelas regras que os intervenientes

---

<sup>237</sup> SERRA, Catarina. Lições de Direito da Insolvência..., *Op. cit.*, p. 79 e ss.

convencionarem ou, na falta de acordo, pelas regras que o administrador judicial provisório fixar. No segundo, determina que os intervenientes devem atuar de acordo com os Princípios Orientadores da Recuperação Extrajudicial de Devedores (determinada na supracitada Resolução do Conselho de Ministros nº 43/2011).

Inicialmente, o referido artigo transparece uma ideia de liberdade contratual, ainda que pautada nos limites determinados pelos Princípios Orientadores da Resolução Ministerial. Aqui seria o ponto que mais aproxima o PER de um procedimento híbrido, no entanto, essa negociação é totalmente assistida pelo administrador judicial provisório, o qual está incumbido de orientá-los caso não cheguem a um acordo, bem como fiscalizar o decurso dos trabalhos e impedir a adoção de expedientes dilatatórios inúteis e prejudiciais à boa marcha das negociações.

Como define Catarina Serra, a sobreposição de regras que decorre das normas é meramente aparente, funcionando, de fato, os Princípios Orientadores como um limite à autonomia das partes. O que quer dizer que as partes só têm margem para definir regras nos domínios não cobertos pelos Princípios Orientadores e desde que elas não os contrariem. Portanto, os referidos princípios se revestem no PER de força vinculativa, constituindo ao sujeito incumpridor em responsabilidade civil<sup>238</sup>.

Quanto à votação e aprovação do plano de recuperação, não há redação semelhante ao que ocorre no *chapter II*. Nesta jurisdição, há uma divisão de credores de acordo com a categoria de seus créditos (*claims*), os quais são garantidos, privilegiados e comuns. No instrumento de reestruturação do ordenamento jurídico português, verifica-se através da leitura do artigo 17.º-F, b), ainda que de forma dificultosa, a distinção entre créditos subordinados e não-subordinados. Entretanto, quanto a sua divisão e classificação não há qualquer definição<sup>239</sup>.

Conforme salienta Alexandre de Soveral Martins, a divisão dos créditos por categorias não é inteiramente estranha ao regime do PER. No âmbito do PER, aplica-se em sede de aprovação e homologação o disposto nos artigos 215º e 216º do CIRE, os quais dispõem sobre a violação do princípio da igualdade como fundamento de recusa da

---

<sup>238</sup> SERRA, Catarina. Lições de Direito..., Op. cit., p. 417.

<sup>239</sup> MARTINS, Alexandre de Soveral. Votação e aprovação do plano de reestruturação. In: IV Congresso de Direito da Insolvência. Editora Almedina, Coimbra, 2017, p. 254 e ss.

homologação do acordo, de modo que essa apreciação é feita na análise das semelhanças e diferenças entre os créditos<sup>240</sup>.

Ainda que o CIRE reconheça os diferentes tipos de créditos demonstrados no artigo 49º do CIRE, a comissão de credores é feita nos termos do artigo 66º, sem qualquer cuidado em relação à divisão desses créditos, tornando a comissão de credores um grupo heterogêneo com interesses divergentes.

A proposta Diretiva de reestruturação preventiva do Parlamento Europeu apresenta como um de seus mecanismos, o que dispõe em seu artigo 9º, para a divisão por categoria de credores, argumentando que dessa forma a aprovação do plano deixa de ser uma aprovação aleatória e se torna mais equilibrada. Uma aprovação condicente com uma maioria qualificada discriminada de acordo com interesses homogêneos e não qualquer maioria<sup>241</sup>.

A divisão por categoria de credores, com a opção de possibilitar uma categoria atribuída aos trabalhadores, transparece a ideia anteriormente oferecida por Elizabeth Warren, em uma insolvência justa e distributiva capaz de ouvir todas as vozes que clamam por seus direitos e possibilitar a distribuição justa dos custos atribuídos a insolvência de uma empresa. Como define Jennifer Payne, trata-se de evitar que o plano seja abusivamente imposto por uma maioria a uma minoria de credores discordantes e de evitar a transferência de riquezas (*wealth transfer*)<sup>242</sup>.

Exemplificando, as negociações e, conseqüentemente, a aprovação do plano, tornam-se facilitadas, visto que credores diferentes possuem visões distintas do valor da empresa depois da recuperação. Existem credores para quem a empresa representa um importante fornecedor ou cliente, que tem um interesse maior na sua sobrevivência do que os titulares de um direito de indenização fundado em responsabilidade civil extracontratual; outros

---

<sup>240</sup> *Ibidem*, p. 254 e ss.

<sup>241</sup> SERRA, Catarina. Direito da Insolvência..., *Op. cit.*, p. 125.

<sup>242</sup> PAYNE, Jennifer. *The role of the court in debt restructuring*. University of Oxford, 77(1), 2018 124-150, p. 131. Disponível em: < <https://www.cambridge.org/core/journals/cambridge-law-journal/article/role-of-the-court-in-debt-restructuring/3B6984D4BD65D05324EB17E5F6386D12>>. Acesso em: 01, dez., 2018.

credores, como *hedge fund*, podem ter interesses contrários à recuperação, como sucede no caso de adotarem estratégias *loan-to-own*.<sup>243</sup>

Mais uma vez é demonstrada as consequências da Grande crise, com a intensificação de fundos *hedge* e o surgimento de estratégias que podem vir a ser contrárias a recuperação da empresa e os elementos de reestruturação preventiva apresentam remédios para lidar com essas situações adversas e complexas.

Em virtude da divisão dos credores em categorias, surge a possibilidade de homologação dos acordos sem a necessidade de aprovação em alguma das categorias. O *cross-class cram-down rule* já é utilizado no Reino Unido, bem como na Itália e Alemanha<sup>244</sup> e tem sua origem no ordenamento jurídico americano. Não há dúvidas sobre uma maior participação do judiciário com a implementação dessas regras, ainda que a tendência requisitada pela proposta transite em sentido oposto.

O Parlamento Europeu, através da Proposta de Diretiva, prevê em seu artigo 11.º a possibilidade de implementação nas jurisdições dos Estados-membros, o que traduziu-se por “reestruturação forçada da dívida contra categorias de credores”, desde que preencha alguns requisitos que já são encontrados no CIRE e que o próprio PER faz referência a eles.

Não cabe aqui pormenorizar tudo que a proposta Diretiva trata, no entanto, destaco um dos mais importantes detalhes, qual seja o já previsto no artigo 216.º: o princípio do *best interest of creditors test* (artigo 216º, 1, a). Este garante que nenhum credor discordante fique em piores condições com o plano de reestruturação forçada do que ficaria em caso de liquidação, seja através da liquidação fracionada, seja através da venda como empresa em funcionamento.

Além disso, o artigo 10.º, 3 da proposta permite que a autoridade judicial ou administrativa responsável por analisar o plano e forçar a sua reestruturação possam rejeitar a confirmação de um plano de reestruturação, caso este não apresente perspectivas justificadas de evitar a insolvência do devedor e garantir a viabilidade da empresa.

---

<sup>243</sup> COMISSÃO EUROPEIA. *Study on a new approach to business failure and insolvency: Comparative legal analysis of the Member States' relevant provisions and practices*. p. 236.

<sup>244</sup> Na Alemanha e Itália exige-se a aprovação da maioria das categorias para a homologação do plano de recuperação. Cf. SERRA, Catarina. *Direito da Insolvência...*, *Op. cit.*, p. 130.

Como ensina Soveral Martins, se por um lado o juiz pode, através da reestruturação forçada da dívida, confirmar um plano que não foi aprovado por todas as categorias de partes afetadas, também pode não confirmar um plano de reestruturação aprovado por todas as categorias de credores. Há, mais uma vez, um paralelismo com os planos do *Chapter 11*. A solução permitirá combater abusos e constitui um passo atrás na “privatização” do processo de insolvência<sup>245</sup>.

---

<sup>245</sup> MARTINS, Alexandre de Soveral. Votação e aprovação..., *Op. cit.*, p. 260 e ss.

## CONCLUSÃO

O presente trabalho teve início com a apresentação da movimentação pendular realizada pelo Direito da Insolvência português, em que a recuperação das empresas tem uma relevância que oscila, na qual passa de desprezível à hipervalorizada. Na tentativa de explicar esses movimentos, encontram-se respostas através da análise do ordenamento jurídico norte-americano, o qual concebe o valor em manter uma empresa em continuidade devido às fortes crises enfrentadas. Por ser uma potência, alguns ordenamentos jurídicos copiam as suas soluções, o que não foi diferente na Alemanha, a qual é influenciou o direito insolvencial português.

A recuperação das empresas teve sua máxima no ordenamento jurídico português através do CPEREF que, logo em seguida, foi esquecida com a revogação deste diploma e promulgação do CIRE. Começava o que hoje é denomina-se de um 'novo' Direito da Insolvência, em que se desloca e centraliza-se a sua preocupação, muito mais em prevenir do que, propriamente, remediar a insolvência.

Assumindo esse novo espectro, é indiscutível que a recuperação de uma empresa tem maiores chances quando os seus problemas são diagnosticados previamente, isso pode ser metaforizado a uma doença, em especial aos cânceres, que possuem uma chance de cura maior quando descobertos no início. Deste modo, as engessadas soluções normativas encontradas nos códigos já não conseguem remediar de forma eficaz os conflitos e isso ainda se agrava com o alto custo econômico do processo de insolvência, na demora da sua tramitação devido ao congestionamento do judiciário e à burocracia imposta por seus procedimentos.

Este é o cenário mais recente, e as suas condições apresentam ventos que sopram para uma maior liberdade econômica, verificada na desjudicialização da insolvência e na priorização das relações contratualistas. A primeira questão que o trabalho levantou foi: Como impor limites à essa tendência?

Estes instrumentos, apesar de serem dotados de extrema liberdade contratual, devem ser impostos limites à sua utilização. Entende-se que uma boa solução para isso é a orientação de suas práticas através de princípios fundamentais, haja vista que em uma relação contratual sempre se espera comportamentos apropriados, pois na esteira de valores

normativos tais quais proporcionalidade, equidade, justiça, boa-fé, caso uma das partes não aja de acordo com eles haverá uma quebra de contrato sob pena de responsabilidade daquele que o quebrou.

Ainda assim, pela distância existente entre insolvência e liberdade contratual tais princípios podem parecer vagos e com pouca determinação. Para aproximá-los, eles devem ser adaptados para o cenário de reestruturação preventiva, **a fim de que guiem todos aqueles interessados na reestruturação a cumprirem com o seu dever**. A exemplo dos deveres do devedor que deve prestar todas as informações relevantes, colaborar com os credores para encontrar um caminho adequado, e dos deveres do credor em engajar-se nas negociações, cooperar com o devedor para uma adequada solução, e aceitar qualquer restrição necessária, desde que justa e proporcional.

Além disso, tratou-se do *London Approach*, documento recomendatório sem qualquer vinculatividade que, por sua eficácia e importância, inspirou a criação de múltiplos princípios recomendatórios para a orientação de recuperação extrajudiciais, designado de *Statement of Principles for a global approach to Multi-Creditor workouts* feito pela INSOL.

Entretanto, ainda que os documentos referidos se configurem como *soft law* e careçam de força vinculante, eles foram indispensáveis para o legislador português, o qual tornou-os vinculativos com a normatização dos Princípios Orientadores para a Promoção de Mecanismos Extrajudiciais das Empresas. Demonstra-se, portanto, que não faltam princípios para guiar os passos das partes que pretendem utilizar esses meios contratuais.

Superado o problema da falta de limites à liberdade contratual da insolvência, a determinação de uma mudança na finalidade da insolvência portuguesa é uma das questões tratadas. A remota visão de um direito estritamente privado não corresponde à realidade. Isso não quer dizer que a satisfação dos direitos dos credores tenha sido esquecida, ela permanece, mas deve conviver com a ampla variedade de interesses, não somente com os interesses dos credores atuais, mas também de credores virtuais. A justa divisão de custo impõe a inclusão de outros interessados, que partindo da análise concreta do caso devem ter seus direitos preservados.

No entanto, quando analisado o diploma nacional português, observa-se que a recuperação não possui um papel primário quando se considera o estado de insolvência atual.

Compreende-se que apenas terá protagonismo quando a recuperação se desloca para o âmbito da pré-insolvência. Contudo, se for estabelecido um silogismo de pôr a pré-insolvência enquanto nova centralidade do Direito da Insolvência, os métodos de reestruturação preventivos, que se configuram enquanto espécies da recuperação empresarial, conseqüentemente a recuperação empresarial pode ser vista como uma finalidade do Direito da Insolvência, independentemente da posição analisada.

Une-se a esse fato, a comprovação de que através da recuperação das empresas é possível harmonizar os interesses públicos, nomeadamente aqueles descritos como capazes de gerar perturbações à sociedade, aos interesses privados representados pelo direito de crédito dos credores.

Ademais, seguindo para um plano mais prático, o novo Direito da Insolvência, consubstanciado na liberdade das partes, carrega benefícios indiscutíveis, esse modelo simplificado de resolver o problema da insolvência é eficaz quando a moldura e o quadro utilizados para pintura encaixam-se perfeitamente. Ou seja, quando as partes envolvidas no enlace não se apresentam em grande número, quando os credores estão dispostos a abrir mão de um de seus direitos para a busca do interesse coletivo, concedendo moratórias, perdendo juros, dentre outras formas que possibilitam simplificar e insolvência. Quando a composição das partes não apresenta dificuldades extras, os acordos serão alcançados sem qualquer dificuldade.

Contudo, a última grande crise alterou essa composição e trouxe consigo novos personagens, a simplista e estrita relação entre credor e devedor que, anteriormente, não apresentava significativos problemas, já não existe. A estrutura de dívida das empresas em dificuldade que era composta majoritariamente pelos grandes bancos, os quais foram substituídos por outras instituições, o que representa interesses antagônicos e formas divergentes de alcançar o mesmo objetivo, tornando a resolução da, já problemática, insolvência ainda mais complexa e de difícil homogeneização.

Com a complexidade, a modernidade advinda da privatização da insolvência não consegue alcançar uma das suas principais virtudes: a eficácia. Por isso, é necessário afastar qualquer ideia de contratualização e escorar-se na vanguarda do judiciário, que não terá uma tarefa simples, por isso é necessário, também, o máximo de expertise do julgador para alinhar em um mesmo objetivo os complexos interesses.

Os novos instrumentos propostos pela Comissão Europeia, inspirados no ordenamento jurídico americano, demonstram valores que foram enraizados nas teorias que discutem a problematização da insolvência. Não é possível notar prejuízos com a sua utilização e exclui-se a dificuldade em harmonizá-los com as leis nacionais, mas institutos como a divisão dos credores em categorias, além de conferir uma decisão qualificada, com a participação dos mais variados interessados, transmite uma sensação de justiça (*best interest of creditors*) e igualdade (*absolute priority rule*), sem falar na eficácia que não terá a mesma força dos elementos extrajudiciais, mas pelo fato de ser remediada *ex ante* a insolvência já carrega doses de esperança para a sua recuperação.

Por fim, não se deve esquecer do *class-cross clam-down rule*, o qual se julga que seria importante para forçar o interesse de uma minoria dissidente a participar de um plano aprovado por uma maioria, sempre em busca da recuperação de empresa. Deste modo, o ambiente hostil verificado nas crises pode ser remediado por este instrumento para forçar aqueles que tentam impedir uma recuperação com base em interesses individualistas.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. Direito das Sociedades e Direito da Insolvência: interações. *In: IV Congresso de Direito da Insolvência*. Editora Almedina, Coimbra, 2017.
- ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Governança das sociedades comerciais*. Editora Almedina, 2ª edição, Coimbra, 2010.
- BAIRD, Douglas C. and JACKSON, Thomas H. Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy. *In: University of Chicago Law Review* 97, 1984, pp. 97-130. Disponível em: <[https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=2041&context=journal\\_articles](https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=2041&context=journal_articles)>. Acesso em: 03, nov., 2018.
- CALOMIRIS, Charles W. e SCHWEIKART, Larry. The Panic of 1857: Origins, Transmission, and Containment. *In: The Journal of Economic History*, Vol. 51. nº 4, December, 1991, pp. 807-834. Disponível em: <<https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/ccalomiris/papers/Panic%20of%201857.pdf>>. Acesso em: 14, out., 2018.
- CÂMARA, Paulo. Crise financeira e regulação. *In: Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 69, Vol. III/IV, 2009, pp. 697-728. Disponível em: <<https://portal.oa.pt/upl/%7B7bffdad7-33e3-4d00-b301-bfbc5f8dfefd%7D.pdf>>. Acesso em: 17. Set., 2018.
- CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *A Recuperação Judicial das Sociedades por Ações: O princípio da preservação da empresa na lei de recuperação e falência*. Editora Malheiros, São Paulo, 2012.
- CORDEIRO, António Menezes. Introdução ao Direito da Insolvência. *In: TELES, Inocêncio Galvão. Revista O Direito*, Ano 137º, Vol. III, 2005.
- LO, Andrew W. *Hedge Funds, Systemic Risk, and the Financial Crisis of 2007-2008: Written Testimony for the House Oversight Committee Hearing on Hedge Funds* (November 13, 2008). Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1301217>>. Acesso em: 10, out., 2018.
- CORDEIRO, António Menezes. *Perspectivas evolutivas do Direito da Insolvência*. Editora Almedina, Coimbra, 2013.

DE WEIJS, Rolef J. Harmonisation of european insolvency law and the need to tackle two common problems: common pool & anticommon. *In: Amsterdam Law School Legal Studies Research n.º. 2011-44*, Centre for the Study of European Contract Law, 2011. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1950100>>. Acesso em: 01, nov., 2018.

FINCH, Vanessa. *Corporate Insolvency Law. Perspective and Principles*. Cambridge University Press, Second edition, Cambridge, 2009.

GARCIA-POSADA, Miguel e VEGAS, Raquel. Las Reformas de La Ley Concursal Durante La Gran Recesión. *In: Documento de Trabajo n.º. 1610*. Banco de España. Madrid, 2016. Disponível em:

<<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosTrabajo/16/Fich/dt1610.pdf>>. Acesso em: 18, out., 2018.

GARCIMARTÍN, Francisco J. The review of the Insolvency Regulation: Hybrid procedures and other issues. *In: The future of the Europe Linklaters (Spain)*. 2016, pp. 129-137, p. 129. Disponível em: <<https://docplayer.net/17460355-The-review-of-the-insolvency-regulation-hybrid-procedures-and-other-issues.html>>. Acesso em: 02, dez., 2018.

GHIO, Emilie. *Time to Renew the Debate on Cross-Border Insolvency Law: Out with Theoretical Ideals, in with Pragmatism*. in the Clarification and Harmonisation of Preventive Restructuring Frameworks. *In: GANT, Jennifer L.L. (Ed.). Harmonisation of European Insolvency Law*. INSOL-Europe, Nottingham, 2017, pp. 173-187. Disponível em: <[http://irep.ntu.ac.uk/id/eprint/31980/1/9424\\_Gant.pdf](http://irep.ntu.ac.uk/id/eprint/31980/1/9424_Gant.pdf)>. Acesso em: 20 de out., 2018.

GILSON, Stuart C. Coming Through in a Crisis: How Chapter 11 and the Debt Restructuring Industry Are Helping to Revive the U.S. Economy. *In: Journal of Applied Corporate Finance* 24, n.º. 4, 2012, pp. 23-35, p. 24. Disponível em: <[https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/Coming%20Through%20in%20a%20Crisis\\_1ffcaae3-d616-47f1-875b-de4b09d97b65.pdf](https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/Coming%20Through%20in%20a%20Crisis_1ffcaae3-d616-47f1-875b-de4b09d97b65.pdf)>. Acesso em: 20, set., 2018.

GILSON, Stuart C. *Creating value through corporate restructuring: Case studies in bankruptcies, buyouts, and breakups*. Second Edition, Wiley, New Jersey, 2010, p. 270-271.

JACKSON, Thomas H. Bankruptcy, nonbankruptcy entitlements, and the creditors' bargain. *In: The Yale Law Journal*, Vol. 91, n.º. 5, (Apr., 1982), pp. 857-907. Disponível em: <[www.jstor.org/stable/796070](http://www.jstor.org/stable/796070)>. Acesso em: 13, nov., 2018.

JACKSON, Thomas H. and SCOTT, Robert E. On the Nature of Bankruptcy: An Essay on Bankruptcy Sharing and the Creditors' Bargain. *In: Virginia Law Review*, vol. 75 n.º. 2, mar.

1989, pp. 155-204, p. 159. Disponível em: <[www.jstor.org/stable/1073167](http://www.jstor.org/stable/1073167)>. Acesso em: 14, set., 2018.

KALIL, Marcus Vinicius Alcântara. A evolução das falências e insolvências no Direito português, in: *Revista de Direito Comercial*. Edição de 2017, pp. 338-384. Disponível em: <<https://www.revistadedireitocomercial.com/a-evolucao-das-falencias-e-insolvencias-no-direito-portugues>>. Acesso em: 17, ago., 2018.

LEITÃO, Luís Menezes. *Garantias das Obrigações*. Editora Almedina, Coimbra, 2.<sup>a</sup> ed., 2008.

MACHADO, José Manuel Gonçalves. *O Dever de Renegociar no Âmbito Pré-Insolvencial: Estudo comparativo sobre os principais mecanismos de recuperação de empresas*. Editora Almedina, Coimbra, 2017.

MARTINS, Alexandre de Soveral. *Um curso de Direito da Insolvência*. Editora Almedina, Coimbra, 2.<sup>a</sup> edição, 2016.

MARTINS, Alexandre de Soveral. Votação e aprovação do plano de reestruturação. In: *IV Congresso de Direito da Insolvência*. Editora Almedina, Coimbra, 2017.

MATOS, José Igreja. Poderes do juiz no processo especial de revitalização: Divergindo de edipianas inevitabilidades. In: SERRA, Catarina (Coord.). *IV Congresso de Direito da Insolvência*. Editora Almedina, Coimbra, 2017, pp. 293-318.

McCORMACK, Gerard. *Corporate Rescue Law – An Anglo-American Perspective*. Edward Elgar Publishing, Cheltenham UK, 2008.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo. *Manual de Corporate Finance*. Editora Almedina, Coimbra, 2015.

OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de. *Limites da Autonomia dos Credores na Recuperação da Empresa Insolvente*. Editora Almedina, Coimbra, 2013.

OLIVEIRA, Nuno Manuel Pinto. O Direito da Insolvência e a tendencial universalidade do Direito Privado. In: SERRA, Catarina (Coord.). *IV Congresso de Direito da Insolvência*. Editora Almedina, Coimbra, 2017.

PAYNE, Jennifer. *The role of the court in debt restructuring*. University of Oxford, 77(1), 2018 124-150, p. 131. Disponível em: <<https://www.cambridge.org/core/journals/cambridge-law-journal/article/role-of-the-court->

[in-debt-restructuring/3B6984D4BD65D05324EB17E5F6386D12](https://doi.org/10.1017/9781108571111.003)>. Acesso em: 01, dez., 2018.

PINA, Carmina Campos. *O mercado de non-performing loans em Portugal: o novo quadro regulatório dos bancos como ponto de viragem do mercado*. Tese de Mestrado em Direito e Gestão. Universidade Católica Portuguesa, 2013. Disponível em: <[https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/14558/1/C.Pina\\_Direito%20e%20Gest%C3%A3o\\_O%20Mercado%20de%20NPL%27s%20em%20Portugal.pdf](https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/14558/1/C.Pina_Direito%20e%20Gest%C3%A3o_O%20Mercado%20de%20NPL%27s%20em%20Portugal.pdf)>. Acesso em: 17, set., 2018.

POSNER, Richard. 'Foreword'. In: BHANDARI, J. and WEISS, L. *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*. Cambridge University Press, Cambridge, 1996.

QUELHAS, José Manuel. *Sobre as Crises Financeiras, o Risco Sistémico e a Incerteza Sistemática*. Editora Almedina, Coimbra, 2013.

RAWLS, John. *Theory of Justice revised edition*. Harvard University Press, Havard, 1999, p.118.

SERRA, Catarina. A contratualização da insolvência: hybrid procedure e pre-packs (a insolvência entre a lei e a autonomia privada). In: *II Congresso – Direito das Sociedades em Revista*, Editora Almedina, Coimbra, 2012, p. 269 e ss.

\_\_\_\_\_. *A Falência no quadro da tutela jurisdicional dos Direitos de Crédito: O problema da natureza do processo de liquidação aplicável à insolvência no Direito Português*. Coimbra Editora, Coimbra, 2009.

\_\_\_\_\_. Back to Basics: The Role of the Core Principles of Law in the Clarification and Harmonisation of Preventive Restructuring Frameworks. In: GANT, Jennifer L.L. (Ed.). *Harmonisation of European Insolvency Law*. INSOL-Europe, Nottingham, 2017, pp. 187-201. Disponível em: <[http://irep.ntu.ac.uk/id/eprint/31980/1/9424\\_Gant.pdf](http://irep.ntu.ac.uk/id/eprint/31980/1/9424_Gant.pdf)>. Acesso em: 10, out., 2018.

\_\_\_\_\_. Direito da Insolvência em movimento: A reestruturação das empresas entre as coordenadas da legislação nacional e as perspectivas do Direito Europeu. In: *Revista de Direito*, 2017, pp. 94-136. Disponível em: <<https://www.revistadedireitocomercial.com/direito-da-insolvencia-em-movimento-a-reestruturacao-de-empresas-entre-as-coordenadas-da-legislacao-nacional-e-as-perspectivas-do-direito-europeu>>. Acesso em: 24, ago., 2018.

\_\_\_\_\_. *Lições de Direito da Insolvência*. Editora Almedina, Coimbra, 2018.

\_\_\_\_\_. *Regime Extrajudicial de Recuperação de Empresas – Análise (e) Crítica*. Editora Almedina, Coimbra, 2018.

WAISMAN, Shai Y., e MILLER, Harvey R. “Is Chapter 11 bankrupt?”. *In: Boston College Law Review* 47, Rev. 129 2005, pp. 129-181. Disponível em: <<https://lawdigitalcommons.bc.edu/bclr/vol47/iss1/7>>. Acesso em: 07, set., 2018.

WARREN, Elizabeth. Bankruptcy Policy. *In: The University of Chicago Law Review*, vol. 54, number 3, pp. 775-814. Disponível em: <<https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4502&context=ucirev>>. Acesso em: 11, out., 2018.

## LISTA DE LEGISLAÇÕES, NORMAS, DOCUMENTOS E JURISPRUDÊNCIAS REFERENCIADOS

AMERICAN BANKRUPTCY INSTITUTE. *Commission to study the reform of chapter 11. 2012-2014. Final report and recommendations.* Disponível em: <<http://commission.abi.org/full-report>>. Acesso em: 01, dez., 2018.

COMISSÃO EUROPEIA. *Impact assessment study on policy options for a new initiative on minimum standards in insolvency and restructuring law.* Brussels, 2017. Disponível em: <[https://ec.europa.eu/info/files/impact-assessment-study-policy-options-new-initiative-minimum-standards-insolvency-and-restructuring-law\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/impact-assessment-study-policy-options-new-initiative-minimum-standards-insolvency-and-restructuring-law_en)>. Acesso em: 02, out., 2018.

COMISSÃO EUROPEIA. *Study on a new approach to business failure and insolvency: Comparative legal analysis of the Member States' relevant provisions and practices.* 2016, p. 2. Disponível em: <[https://ec.europa.eu/info/files/study-new-approach-business-failure-and-insolvency\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/study-new-approach-business-failure-and-insolvency_en)>. Acesso em: 10, out., 2018.

COMUNIDADE EUROPEIA, Regulamento (CE) nº 1346/2000 do Conselho, de 29 de Maio de 2000. Jornal Oficial das Comunidades Europeias, L 160, 43º ano, 30 de Junho de 2000. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/pt/TXT/?uri=CELEX:32000R1346>>. Acesso em: 17, set., 2018.

INSOL International. Disponível em: <<https://www.insol.org/>>. Acesso em: 02, dez., 2018.

PORTUGAL. Decreto-Lei nº 177/86, de 2 de julho de 1986. *Diário da República*, 1ª série, n. 149. Lisboa, 2 jul. 1986. Disponível em: <[https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/228619/details/normal?p\\_p\\_auth=JDCNfm4x](https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/228619/details/normal?p_p_auth=JDCNfm4x)>. Acesso em: 30, set., 2018.

PORTUGAL. Decreto-Lei nº 132, de 23 de abril de 1993. *Diário da República*, 1ª série A, n. 95. Lisboa, 23 abr. 1993. Disponível em: <<https://data.dre.pt/eli/dec-lei/132/1993/04/23/p/dre/pt/html>>. Acesso em: 01, out., 2018.

PORTUGAL. Decreto-Lei nº 53/2004, de 18 de março de 2004. *Diário da República*, 1ª série, n. 66. Lisboa, 18 mar. 2004. Disponível em: <<https://data.dre.pt/eli/dec-lei/53/2004/03/18/p/dre/pt/html>>. Acesso em: 02, out., 2018.

PORTUGAL. Decreto-Lei nº 178, de 03 de agosto de 2012. *Diário da República*, 1ª série, n. 150. Lisboa, 03 de agosto de 2012. Disponível em: <<https://data.dre.pt/eli/dec-lei/178/2012/08/03/p/dre/pt/html>>. Acesso em: 05, out., 2018.

PORTUGAL. Decreto-Lei nº 26, de 06 de fevereiro de 2015. *Diário da República*, 1ª série, n. 26. Lisboa, 06 de fevereiro de 2015. Disponível em: <[http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei\\_mostra\\_articulado.php?nid=2281&tabela=leis&so\\_miolo=](http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=2281&tabela=leis&so_miolo=)>. Acesso em: 19, out., 2018.

PORTUGAL. Decreto-Lei nº 79, de 30 de junho de 2017. *Diário da República*, 1ª série, n. 125. Lisboa, 30 jun. 2017. Disponível em: <<https://data.dre.pt/eli/dec-lei/79/2017/06/30/p/dre/pt/html>>. Acesso em: 18, out., 2018.

PORTUGAL. Lei nº 6, de 22 de fevereiro de 2018. *Diário da República*, 1ª série, n. 38/2018. Lisboa, 22 de fevereiro de 2018. Disponível em: <<https://data.dre.pt/eli/lei/6/2018/02/22/p/dre/pt/html>>. Acesso em: 18, out., 2018.

PORTUGAL. Lei nº 7, de 02 de março de 2018. *Diário da República*, 1ª série, n. 44/2018. Lisboa, 02 de março de 2018. Disponível em: <<https://data.dre.pt/eli/lei/7/2018/03/02/p/dre/pt/html>>. Acesso em: 01, nov., 2018.

PORTUGAL. Lei nº 16, de 20 de abril de 2012. *Diário da República*, 1ª série, n. 79. Lisboa, 20 abril de 2012. Disponível em: <[http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei\\_mostra\\_articulado.php?nid=1683&tabela=leis](http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=1683&tabela=leis)>. Acesso em: 05, nov., 2018.

PORTUGAL. Lei nº 8, de 02 de março de 2018. *Diário da República*, 1ª série, n. 44/2018. Lisboa, 02 de março de 2018. Disponível em: <<https://data.dre.pt/eli/lei/8/2018/03/02/p/dre/pt/html>>. Acesso em: 05, nov., 2018.

PORTUGAL. Resolução do Conselho de Ministros nº. 43/2011. Disponível em: <<https://data.dre.pt/eli/resolconsmin/43/2011/10/25/p/dre/pt/html>>. Acesso em: 02, dez., 2018.

PORTUGAL. Presidência do Conselho de Ministros. Proposta de Lei nº 83/XIII que originou o Estatuto do Mediador. Disponível em: <<https://www.parlamento.pt/ActividadeParlamentar/Paginas/DetalheIniciativa.aspx?BID=41396>>. Acesso em: 02, dez., 2018.

PORTUGAL. Tribunal de Relações de Coimbra. Processo nº. 996/15.8T8CRA-A.C1. Relator: Alexandre Reis, Acórdão de 05 de maio de 2015. Disponível em:

<<http://www.dgsi.pt/jtrc.nsf/c3fb530030ea1c61802568d9005cd5bb/5694c0a9f9547b4d80257e43004d9392?OpenDocument>>. Acesso em: 15, nov., 2018.

UNIÃO EUROPEIA. Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho de 22 de novembro de 2016. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:52016PC0723>>. Acesso em: 10, set., 2018.

WORLD BANK GROUP. *A Toolkit for Out-of-Court Workouts*. Disponível em: <<http://ammanchamber.org.jo/uploadedfiles/OCWte.pdf>>. Acesso em: 22, nov., 2018.