

## **Recuperação de empresas, risco de falência e financiamento: uma análise da legislação portuguesa e espanhola**

António Martins<sup>1</sup>

Georgina Santos<sup>2</sup>

### RESUMO

#### RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS

O presente artigo trata da influência do enquadramento jurídico dos processos de recuperação de empresas nas respectivas opções de financiamento. Começa por apresentar uma revisão da literatura sobre o efeito dos custos de falência na estrutura financeira das empresas, para, em seguida, proceder a uma análise comparativa das normas que regem a recuperação de empresas em Portugal e Espanha. Conclui com algumas hipóteses sobre a influência dos dois referidos regimes nas opções de financiamento dos administradores das empresas de ambos os países.

#### ENTERPRISE RECOVERY

This article deals with the impact of the legal framework of enterprise recovery procedures on their financing options. It starts with a review of existing literature on the effect of bankruptcy costs on the financial structure of enterprises, followed by a comparative survey of rules governing the recovery of enterprises in Portugal and Spain. It concludes with some hypotheses on the influence of those two regimes on financing options taken by business administration in both countries.

### **1. Introdução**

A estrutura de financiamento das empresas - entendida como a proporção entre os capitais próprios e os capitais alheios que suportam os seus activos - é uma das variáveis chave que a administração financeira deve controlar. Níveis exagerados de capital próprio diminuirão a respectiva rentabilidade,

---

<sup>1</sup> Docentena Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra/Instituto Sup. Bissaya Barreto

<sup>2</sup> Lic. em Direito pela Univ. Clássica de Lisboa; Advogada

desinteressando os sócios que, em consequência, buscam melhores aplicações para os seus capitais. Ao contrário, níveis demasiadamente elevados de endividamento poderão provocar dificuldades de liquidez e, mais gravemente, originar situações nas quais a declaração de falência é o resultado final.

Na teoria financeira é vasta a literatura que procura estudar a influência dos custos de falência associados a níveis excessivos de endividamento na estrutura de financiamento das empresas. Estas abordagens são, porém, quase sempre efectuadas por economistas, enfermado de algumas limitações no que toca ao enquadramento legal das causas e consequências das situações de recuperação de empresas e falência previstas nos diversos ordenamentos jurídicos.

O objectivo deste texto é o de apreciar comparativamente algumas características dos sistemas jurídicos português e espanhol relativamente aos processos de recuperação de empresas e falência, para, a partir daí, discorrer sobre o provável impacto que as soluções vigentes em cada um dos países poderão ter na discricionariedade da administração das empresas na escolha dos meios de financiamento, sabendo que as situações a que nos referimos estão as mais das vezes associadas a elevados montantes de endividamento que degradam a estrutura de financiamento.

O texto está organizado da seguinte forma: na secção 2 descrevem-se os principais modelos que relacionam a estrutura de financiamento das empresas com os custos - directos e indirectos - dos processos de falência ; na secção 3 compara-se a solução portuguesa com a espanhola quanto ao enquadramento jurídico dos processos de recuperação de empresas e falência; na secção 4, em nota conclusiva, discutem-se as possíveis implicações destas soluções na estrutura de financiamento das empresas de ambos os países.

## **2. A teoria dos custos de falência e a estrutura financeira das empresas**

A influência da estrutura financeira das empresas no valor das mesmas é um tema controverso. O estudo científico da questão iniciou-se, como é sabido, com o trabalho de Modigliani e Miller - MM -(1958). Contrariamente à opinião então dominante, estes autores defenderam a irrelevância da estrutura de financiamento das empresas enquanto factor de valorização. O valor de mercado de uma empresa seria apenas determinado pelo valor actual dos rendimentos esperados dos seus investimentos (lado esquerdo do balanço), não tendo a política de financiamento (lado direito do balanço) qualquer influência nesse valor. Esta conclusão assenta num conjunto de hipóteses restritivas: mercado de capitais perfeito, ausência de tributação e de risco de falência, e iguais condições de acesso ao crédito

por parte das empresas e dos investidores.

Os mesmos autores (MM, 1963) corrigiram o modelo inicial, admitindo a hipótese de tributação do rendimento das sociedades. Em certas condições, a dedução dos juros - ao contrário do que acontece com os dividendos - no apuramento da matéria colectável do imposto societário favorece o recurso a capitais alheios. A conclusão lógica deste novo modelo, no qual se continuam a ignorar quaisquer outras “imperfeições” - nomeadamente a possibilidade de as empresas não gerarem resultados que permitam a dedução integral dos juros - era a maximização do endividamento por parte das empresas, sendo a poupança fiscal daí derivada era um factor de acréscimo do valor da empresa para os investidores.

A divergência entre as conclusões de MM (1963) e a política de financiamento das empresas que na realidade se observa - e que raramente condiz com a maximização do endividamento - originou uma corrente na teoria financeira que defende a existência de uma estrutura óptima de capital resultante da interacção entre a vantagem fiscal do endividamento e os custos de falência. Dada a maior probabilidade de insolvência das empresas com elevada proporção de dívidas na sua estrutura de capital, a perda de valor representada pelos custos a suportar nos processos de falência actua como travão à vantagem fiscal do endividamento.

Os custos de falência que as empresas suportam podem ser directos ou indirectos. No primeiro tipo incluem-se os honorários dos profissionais que participam no processo enquanto executores ou supervisores e outros custos administrativos. No segundo, englobam-se os efeitos resultantes do conhecimento público da situação da empresa, tais como a fuga de clientes e dificuldades de aprovisionamento e obtenção de crédito. Um outro tipo de custos resulta da dificuldade em alienar os activos da empresa falida pelo seu justo valor<sup>3</sup>. Os credores tornam-se assim mais exigentes nas condições dos empréstimos quando a empresa ultrapassa certos limites de endividamento.

Um dos modelos que explica a existência de uma estrutura óptima de capital através da interacção entre a vantagem fiscal do endividamento e os custos de falência foi proposto por Kraus e Lintzenberger (1973). Nesse modelo os autores pressupõem  $n$  situações possíveis de evolução dos negócios das empresas (*preference states*) e utilizam as seguintes variáveis:

---

<sup>3</sup> Van Horne (1989,p.746) afirma que: “ In a distress sale, a finished good frequently brings only 30 to 70 percent of the wholesale price. Depending on market conditions, a fixed asset may bring even less”.

$X_j$  ( $j=1, \dots, n$ ) - resultados antes juros e impostos na situação  $j$ , com  $X_1 < X_2 < \dots < X_{n-1} < X_n$ ,

$0 \leq P_j \leq 1$  - preço de mercado de um título que representa o direito a receber uma unidade monetária na situação  $j$ ,

$C_j$  - custos de falência na situação  $j$ ,

$Y_j$  - rendimentos recebidos pelos credores na situação  $j$ ,

$D$  - juros do endividamento a pagar aos credores,

$T_j$  - taxa de imposto sobre o rendimento das empresas.

De acordo com estas hipóteses, os rendimentos recebidos pelos accionistas ( $Z_j$ ) e pelos credores ( $Y_j$ ) na situação  $j$  são os seguintes:

$$Y_j = \begin{cases} X_j - C_j & \text{se } D > X_j \\ D & \text{se } D \leq X_j \end{cases}$$

$$Z_j = \begin{cases} 0 & \text{se } D > X_j \\ X_j(1 - T_j) + T_j D - D & \text{se } D \leq X_j \end{cases}$$

Em seguida, os autores apresentam o valor de uma empresa cuja estrutura de capital é composta por acções e obrigações. Esse valor ( $V$ ) é dado por:

$$V(D) = \sum_{j=1}^n (Y_j + Z_j) P_j =$$

$$\sum_{j=1}^n [(1 - T_j) X_j + T_j D] P_j \quad \text{se } 0 \leq D \leq X_1$$

$$\sum_{j=1}^{k-1} (X_j - C_j) P_j + \sum_{j=k}^n [(1 - T_j) X_j + T_j D] P_j \quad \text{se } X_{k-1} < D \leq X_k \quad (K=2, \dots, n)$$

$$\sum_{j=1}^n (X_j - C_j) P_j \quad \text{se } D > X_n$$

Sendo o valor de uma empresa não endividada  $V(U) = \sum_{j=1}^n (1 - T_j) X_j P_j$ , então

$$V(D)^4 = V(U) + TB(D) - (1-T) \begin{cases} \sum_{j=1}^n C_j P_j & \text{se } D > X_n \\ \sum_{j=1}^{k-1} C_j P_j & \text{se } X_{k-1} \leq D \leq X_k \\ 0 & \text{se } 0 \leq D \leq X_1 \end{cases}$$

A partir desta última expressão conclui-se que na situação de inexistência de custos de falência  $V(D) = V(U) + TB(D)$ . Este é o resultado de MM(1963), o que não é de estranhar se atendermos a que a única variável fiscal considerada por Kraus e Lintzenberger é a tributação do rendimento das sociedades. No entanto, ao introduzirmos os custos de falência na análise, o valor da empresa depende da interação entre estes custos e a poupança fiscal derivada do endividamento, na ausência de tributação dos investidores.

Os custos associados aos processos de falência surgem intuitivamente como factor explicativo da relutância dos administradores em endividarem excessivamente as empresas. No entanto, Haugen e Senbet (1978) defenderam a irrelevância destes custos na escolha da estrutura de capital das empresas. Para estes autores há que distinguir os conceitos de falência (*bankruptcy*) e liquidação (*liquidation*).

Quanto à falência, Haugen e Senbet dividem os respectivos custos em directos e indirectos. Em relação a estes, defendem que estão relacionados com a deterioração das condições de exploração da

<sup>4</sup> B(D) é o valor de mercado das dívidas e é dado pela seguinte expressão:

$$B(D) = \sum_{j=1}^n Y_j P_j = \begin{cases} D \sum_{j=1}^n P_j & \text{se } 0 \leq D \leq X_1 \\ \sum_{j=1}^{k-1} (X_j - C_j) P_j + D \sum_{j=k}^n P_j & \text{se } X_{k-1} \leq D \leq X_k \\ \sum_{j=1}^n (X_j - C_j) P_j & \text{se } D > X_n \end{cases}$$

empresa.<sup>5</sup> Por outro lado, os custos directos serão o menor dos montantes necessários à reorganização formal da empresa - através do recurso a mecanismos legais - ou informal - através da aquisição dos títulos no mercado de capitais. Se os custos da reorganização formal forem superiores aos custos de alteração da estrutura de financiamento no mercado de capitais, os credores podem adquirir as acções e ganhar a diferença entre os custos formais e os custos de transacção dos títulos. Admitindo que esta oportunidade de arbitragem existe, nenhum investidor tem interesse em desencadear o processo de falência mais caro.

Quanto à liquidação, reconhecendo embora que os custos a ela inerentes podem assumir valores elevados, os autores argumentam que é uma decisão independente das decisões sobre a estrutura financeira. Se o valor de alienação dos activos é superior ao seu valor enquanto património afecto a um negócio, qualquer grupo de investidores agindo racionalmente liquidará a sociedade esteja esta falida ou não.

Titman (1984) criticou a posição de Haugen e Senbet. Para este autor, a escolha da estrutura de capitais pode influenciar a decisão de liquidação de uma empresa. Pode até induzir à liquidação em situações onde essa opção não é a mais aconselhável. Argumenta Titman que a liquidação só deverá realizar-se se o valor de alienação dos activos exceder o valor da sociedade em situação de continuidade por um montante superior aos custos impostos aos clientes pela decisão de liquidar<sup>6</sup>.

Se uma empresa se endivida excessivamente aumenta a probabilidade de falência. Tal facto prejudica as relações comerciais da empresa com os clientes, dado que estes relacionam a maior probabilidade de falência com um aumento do risco de liquidação. Neste sentido, Titman e Wessels (1988) estudaram a importância de um conjunto de variáveis na determinação da estrutura de financiamento das empresas para uma amostra de 469 sociedades americanas entre 1974-82. De entre as conclusões deste trabalho, é de salientar que a especificidade (*uniqueness*) do tipo de negócio das empresas surge negativamente relacionada com os níveis de endividamento. A justificação deste resultado decorre de as empresas que fabricam produtos bastante específicos imporem aos seus clientes,

---

<sup>5</sup> Afirmam os autores (p.385).” Decisions on the part of these individuals to discontinue or modify relationships with the firm are likely to be based on perceptions regarding its expected tenure as an ongoing entity. The expected term of existence may well be reduced by the decline in profitability that results in bankruptcy, but... it is not affected by the mere transfer of ownership that is bankruptcy” (subl.dos autores).

<sup>6</sup> Estes custos são, por exemplo, a dificuldade de substituição de peças não fabricadas por outras empresas e a impossibilidade de manutenção de equipamentos.



fornecedores e trabalhadores custos relativamente mais elevados em caso de falência.<sup>7</sup>

O debate sobre o papel dos custos de falência na escolha da estrutura de capital das empresas originou alguns trabalhos empíricos que procuraram avaliar estes custos.

Warner (1977) estudou a relevância dos custos directos para uma amostra de 11 sociedades ferroviárias nos EUA entre 1933 e 1955, tendo concluído que, relativamente ao valor das empresas 84 meses antes da declaração de falência, o valor médio dos custos directos de falência era de 1%. No mês de falência, esta relação era de 5.3%. Para além disso, Warner detectou uma relação inversa entre o valor das empresas e o valor relativo dos custos de falência, tendo concluído que pareciam existir economias de escala nos custos directos dos processos de falência. De qualquer modo, as características do estudo de Warner - reduzida dimensão da amostra, não consideração dos custos indirectos, concentração num ramo de actividade - dificilmente permitem a generalização dos resultados obtidos.

Ang, Chua e McConnell (1984) investigaram também a importância dos custos directos para uma amostra de 86 empresas falidas nos EUA entre 1963 e 1979. A relação encontrada entre os custos de falência e o valor de liquidação dos activos foi, em média, de 7.5%. O efeito de escala encontrado por Warner foi também confirmado por este estudo.

A importância dos custos indirectos foi investigada por Altman (1984). Como variável representativa (*proxy*) destes custos, foi utilizado o desvio entre os lucros realizados e esperados, sendo os últimos calculados por estimativa do autor. Os resultados mostraram que os custos totais - directos e indirectos - representavam 12.2% do valor pré-falência nas empresas comerciais e 23.7% para as industriais, sendo os custos indirectos proporcionalmente mais importantes. Embora estes resultados apontem no sentido da importância destes custos - especialmente dos indirectos - a metodologia de cálculo utilizada levanta algumas objecções a esta conclusão.

Castanias (1983) abordou o problema dos custos de falência por outro ângulo, testando a hipótese segundo a qual as empresas pertencentes a ramos de actividade com maiores taxas de falência apresentariam menores níveis de endividamento. Mais especificamente, o autor investigou se existe uma relação negativa entre os níveis de endividamento e as taxas de falência por ramo de actividade. Os resultados confirmam essa hipótese.

---

<sup>7</sup> A falência de uma empresa deste tipo pode ser bastante nefasta para estas categorias de interessados (*stakeholders*). Para os trabalhadores, torna-se difícil oferecer as suas aptidões, dada a escassez de firmas semelhantes; os clientes vêm desaparecer os detentores de conhecimentos técnicos importantes para a manutenção dos produtos adquiridos, e os fornecedores são forçados a reorientar a sua actividade, com os custos inerentes.

Em suma, os custos de falência existem e os estudos empíricos apontam para valores não desprezíveis. Sendo tais custos relevantes nas decisões de financiamento, é de inegável interesse averiguar de que forma os interesses dos vários financiadores das empresas são atendidos nos ordenamentos jurídicos que se ocupam da regulamentação das situações de recuperação de empresas e falência determinadas pela degradação da estrutura de financiamento da empresas; isto é, de que forma a legislação vigente salvaguarda os interesses de sócios e credores. As soluções adoptadas facultarão aos administradores das empresas maior ou menor flexibilidade nas decisões de financiamento, uma vez que estes devem levar em conta as consequências da degradação da estrutura financeira, nomeadamente o impacto de excessivos níveis de endividamento sobre o controlo da empresa pelos diversos financiadores.

Na secção seguinte procurar-se-á abordar comparativamente a solução portuguesa e espanhola quanto ao enquadramento legal dos processos de recuperação de empresas e falência.

### **3. Análise comparativa das normas de recuperação de empresas e falência nos sistemas jurídicos português e espanhol**

O estudo dos aspectos mais salientes dos códigos da recuperação de empresas e falência de Portugal e Espanha será efectuado de acordo com o seguinte esquema:

Nota prévia

**A)-**Factores que determinam a aplicação do Código:

**a)** Quanto à situação económica e financeira das empresas;

**b)** Quanto ao poder da administração para declarar a empresa ao abrigo das disposições do código.

**B)-**A intervenção do poder judicial e os prazos dessa aplicação.

**C)-**A protecção dos credores

#### **Nota introdutória**



Para se poder entender e justificar o instituto da falência e as suas regras teremos de atender à responsabilidade patrimonial e à evolução que este tipo de responsabilidade foi sofrendo ao longo do tempo. Ora, como se sabe, no direito antigo a obrigação tem como origem apenas os delitos, isto é, a dívida é o dever do autor de um delito de pagar uma compensação pecuniária ao ofendido. Pelo que esta responsabilidade traduzia-se na possibilidade do afectado pelo delito poder exigir do devedor uma compensação.

Mais tarde, as obrigações nascem também dos contratos, e a responsabilidade torna-se mais abrangente e temos que a dívida se traduz no dever de uma pessoa que se comprometeu a fazer ou pagar algo, e a responsabilidade passa a ser entendida no sentido de uma submissão ao poder jurídico do credor. A obrigação passa assim a ter origem num mero acto formal através do qual o credor tem uma garantia de exigir responsabilidades ao devedor quando este não cumpre devidamente a prestação a que se comprometeu através de um acto meramente formal.

Ora, como se compreende, o conceito de responsabilidade patrimonial é fundamental para o desenvolvimento do direito dos credores e, conseqüentemente, é a base para a legislação sobre a falência das sociedades. E isto é verdade quer no ordenamento espanhol quer no ordenamento português. A responsabilidade patrimonial vai traduzir-se, em ambos os sistemas legislativos, na sujeição do património do devedor para que o credor possa obter o cumprimento da obrigação em falta ou por satisfação equivalente a essa mesma obrigação.

Ainda no âmbito desta nota introdutória à questão, vejamos agora alguns dos aspectos mais salientes da legislação espanhola e portuguesa que regula os institutos da recuperação e da falência da empresa. É de referir que, actualmente, a legislação portuguesa se encontra mais organizada, porque mais concentrada, em termos de diplomas legislativos do que a espanhola. No sistema legislativo espanhol o chamado " Derecho Concursal" - equivalente ao nosso instituto da Recuperação e da Falência - encontra-se disperso por vários diplomas com especial destaque para os seguintes:

- Ley de Enjuiciamiento Civil (LEC);
- Ley de suspensión de Pagos (LSP);
- Ley das Sociedades Anónimas;
- Código Civil (C.C.);
- Código de Comercio (C. de c.);

Encontram-se ainda normas de direito concursal em diplomas de direito penal, administrativo, de trabalho e outros.

Em Portugal o processo de Recuperação de Empresas e Falência encontra-se no Decreto-Lei nº 315/98 de 20 de Outubro de 1998, o qual veio alterar o Dec. Lei 132/93 de 23 de Abril.<sup>8</sup>

Para melhor se entenderem algumas das características mais salientes da legislação da Recuperação e Falência que são comuns ao sistema português e ao espanhol temos que ter em conta alguns aspectos:

- São normas que têm como objectivo o interesse público;
- Enquanto que o incumprimento em si é um conceito jurídico que depende da vontade do devedor, a situação de falência é uma situação patrimonial do devedor que, independentemente da vontade deste, o leva ao incumprimento;
- Quando existe uma pluralidade de obrigações para as quais não é suficiente o património do devedor, é sabido que há sempre alguns credores mais astutos e lesto que conseguiriam a satisfação total do seu crédito enquanto que os restantes ficariam lesados. Com os normativos da recuperação e da falência pretende-se obstar a esta situação, visando assegurar a defesa de todos os credores de uma forma mais justa e equilibrada em que a um princípio egoísta se opõe um princípio de equidade.

Assim, tendo em conta estes aspectos, melhor se compreende que o processo de recuperação e falência no sistema português tenha um carácter urgente, não se compadecendo com a costumada morosidade do nosso sistema judicial. Ele suspende todas as acções executivas que até aí estivessem em curso, pois só dessa forma se assegura a equidade dos credores.

Os débitos da empresa à data da entrada petição inicial em juízo deixam de vencer juros, prevendo-se a existência de um gestor judicial que juntamente com uma comissão de credores passa a administrar a empresa, no sentido da providência da recuperação adoptada, e que no nosso sistema legislativo actual pode ser:

- .Concordata**, que consiste na simples redução ou modificação da totalidade ou de parte dos seus débitos, podendo limitar-se a uma simples moratória;
- .Reconstituição Empresarial**, consiste na constituição de uma ou mais sociedades destinadas à exploração de um ou mais estabelecimentos da empresa devedora;

---

<sup>8</sup> Isto evidentemente sem prejuízo de haver normas de direito penal que se aplicam quando se está perante uma falência fraudulenta.

**.Reestruturação Financeira**, consiste na adopção pelos credores de uma ou mais providências destinadas a modificar a situação do passivo da empresa ou a alterar o seu capital, de forma a assegurar a superioridade do activo sobre o passivo e a existência de um fundo de maneiio positivo;

**.Gestão Controlada**, assenta num plano de actuação global concertado entre os credores e executado por intermédio de nova administração, com um regime de fiscalização próprio.

Por sua vez, também o sistema legislativo espanhol, tal como o sistema português, dá ao comerciante uma possibilidade de não cair imediatamente numa situação de falência, sendo que enquanto no nosso sistema se designa por processo de recuperação no sistema espanhol se designa por " Suspensión de Pagos".

Para além da diferença de designação, e do facto de não haver um diploma que trate simultaneamente a pré -falência (no nosso sistema chamada recuperação) e a falência, no sistema espanhol esta situação de pré-falência tem um aspecto que é completamente diferente ao caso português, que é o de ser só o devedor que tem a faculdade de pedir a declaração desta "suspensión de pagos" (arts. 870 e 871 C.de c. e 2 LSP), ao contrário da possibilidade que, para além do devedor, qualquer credor interessado tem de poder pedir a recuperação no nosso sistema legislativo (art. 8º nº 1. do D.L. 315/98).

Ora essa "suspensión de pagos" consiste numa moratória concedida ao devedor para salvar o seu negócio perante uma situação de dificuldade de pagamento mediante a verificação de determinados pressupostos e condições, incluindo o acordo dos credores, e verifica-se quando há por parte do devedor uma impossibilidade de pagamento transitória, ainda não definitiva. Situação esta que tal como as situações de recuperação no caso português podem vir, e vêm na maior parte dos casos, a transformar-se em processos de falência.

Ou seja, pode concluir-se que, quer no sistema espanhol quer no português, enquanto no processo de falência se procede à execução do patrimonio do devedor, nas situações de recuperação ou de “suspensión de pagos” há um acordo entre o devedor e os seus credores, com o aval de uma entidade judicial.

Por outro lado se estamos já perante uma situação de declaração de falência, e em ambos os sistemas legislativos, essa declaração tem como efeito perante o devedor (falido) privá-lo imediatamente da administração e do poder de disposição dos seus bens presentes ou futuros os quais passam a integrar a massa falida. A massa falida fica sujeita à administração e poder de disposição do liquidatário judicial, que para todos os efeitos de carácter patrimonial assume a representação do falido.

Também, em ambas as legislações, a declaração de falência implica a inibição do falido para o exercício do comércio, bem como a ocupação de qualquer cargo de titular de órgão de sociedade comercial ou civil, associação ou fundação privada de actividade económica, empresa pública ou cooperativa até à cessação dos efeitos legais da falência expressa no artº 238º do D.L. 315/98 para o caso português, ou art.921 e 922 do C. de c., para o caso espanhol, caso em que igualmente cessam todas as inibições.

De referir ainda que outro dos aspectos do instituto da recuperação/suspensão de pagos e falência em ambos os sistemas é que só se aplica a comerciantes, sendo essa qualidade aferida à data em que se verifica a situação e não à data da declaração da falência.

## **A) Factores que determinam a aplicação do código**

### **a)- Quanto à situação económica e financeira das empresas**

Apesar de algumas dificuldades que sempre possam surgir na determinação da situação económica e financeira de uma empresa de forma a poder dizer-se se a mesma está em condições de ser submetida ao código da recuperação e falência, no caso português o art. 3º nº 1. do D.L. 315/98 parece ter conseguido dar um critério suficientemente objectivo e concreto de forma a não criar na sua aplicação grandes dúvidas.

Assim, face ao critério referido, qualquer empresa que não tenha possibilidade de cumprir pontualmente as suas obrigações, em consequência de o seu activo disponível não ser suficiente para satisfazer o passivo exigível, é considerada em situação de insolvência e está em condições de requerer a sua declaração de falência.

Se, porém, não se verificar a situação de insolvência mas a empresa apresente dificuldades económicas e financeiras no cumprimento das suas obrigações, então deve ser considerada em situação económica difícil e consequentemente optar pelo requerimento de uma das providências de recuperação adequada.

Qualquer das opções deve, nos termos do artº 6º do referido Dec. Lei , ser requerida no prazo de 60 dias subsequentes à falta de cumprimento das suas obrigações. Este aspecto parece ser bastante importante, apesar de, na prática, não ter qualquer fiscalização nem tão pouco qualquer sanção. Mas se este prazo tivesse maior limite na própria lei, poderia obstar-se a que quando a empresa se apresenta a requerer a falência ou uma das providências da recuperação o seu património já esteja de tal forma delapidado, no interesse do próprio devedor ou de alguns credores mais expeditos que, os principios e a própria finalidade que está na base

do regime da recuperação e da falência acabam por ser subvertidos.

Aliás, a importância do aspecto atrás referido, isto é, o menor tempo decorrido entre a impossibilidade de cumprimento das obrigações por parte de uma empresa e a seu recurso à recuperação/suspensão de pagos, é no regime espanhol já bastante salvaguardado, na medida em que o devedor deve requerer a suspensão de pagos no prazo de 48h seguintes ao vencimento de uma obrigação que não haja satisfeito (art.871 do C. de c.).

Porém, já no que respeita à definição da situação económica e financeira da empresa susceptível de ser submetida ao instituto da falência, tem na legislação espanhola cotornos um pouco mais difíceis e menos consensuais do que no caso português. Como já se referiu, ao contrário da legislação portuguesa sobre este assunto, no direito espanhol esta matéria está dispersa por vários diplomas em diferentes ramos de direito, sendo que cada um desses ramos acentua mais um ou outro pressuposto objectivo para a existência de uma situação de falência.

Assim, para um sector da doutrina o pressuposto objectivo para que a empresa esteja numa situação de falência é a cessação de pagamentos de forma clara e facilmente conhecida para o exterior, tese esta que tem como base legal os arts. 874 e 876-2º C. de c. vigente e o 1029 C. de c. de 1829. Neste caso não se tem de verificar uma situação de insolvência definitiva para se estar perante uma situação de falência da empresa, basta um incumprimento generalizado e visível, sem se atender à causa desse incumprimento.

Para outro sector da doutrina, o pressuposto objectivo da falência é um estado de insolvência, isto é, da existência de um património insuficiente para a empresa pagar integralmente aos seus credores. A base legal para esta tese são os arts. 874, 876-1º, 877, 886, 887 C. dec. vigente e arts. 8, parág. sexto, e 10, parág. primeiro da LSP e art. 281 LSA.

Um outro sector aponta como pressuposto objectivo da falência a situação de insolvência, sempre que esta tenha um carácter insanável e definitivo e que esse estado se manifeste para o exterior.

Há ainda uma última tese que, é decerto a mais consentânea inclusivé com a dispersão e pluralidade de diplomas em que o assunto é tratado, que aponta no sentido de que no sistema legal espanhol não existe apenas um pressuposto objectivo para a declaração de falência, mas sim vários pressupostos de carácter alternativo, cada um dos quais, por si mesmo, justifica a constituição da relação processual de falência. Há portanto uma série de factos, à vista dos quais o juiz deve declarar a falência.

Será por certo este aspecto de averiguação de quais os pressupostos objectivos para a declaração da falência de uma empresa que menos tem de comum o sistema espanhol e o português, diferença esta a que não



estará alheio o facto de o sistema português ter esta matéria organizada num único diploma ou contrário do sistema espanhol.

**b)- Quanto ao poder da administração para declarar a empresa ao abrigo das disposição do código.**

Tendo, como já se disse, as normas reguladoras da recuperação/suspensão de pagos e da falência como finalidade a tutela do interesse público, não pode tal normativo ficar no poder da administração de cada empresa para que essa mesma administração possa, segundo o seu critério, declarar a empresa ao abrigo desse normativo.

Assim, no sistema português, a administração de uma empresa fica apenas com o poder de iniciativa a requerer, em relação à empresa que considere economicamente viável, a aplicação de uma das providências de recuperação que considere viável ou a declaração da falência se considerar que a empresa já não tem possibilidade de recuperação. Mas esta iniciativa cabe igualmente a qualquer credor interessado ou ao Ministério Público. Sendo depois ao juiz que cabe decidir do prosseguimento da acção que se pretende.

Relativamente ao sistema português há ainda uma inovação que dá de certa forma algum poder acrescido à administração de uma empresa referida no Dec. Lei 316/98 de 20 de Outubro. Este decreto institui o procedimento extrajudicial de conciliação para viabilização da empresa em situação de insolvência ou em situação económica difícil, e que permite a qualquer empresa em condições de requerer judicialmente a sua recuperação, requerer ao Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento (IAPMEI) o procedimento de conciliação, destinado a obter a celebração de acordo entre a empresa e todos ou alguns dos credores de forma a viabilizar a respectiva recuperação. Sendo este procedimento extrajudicial uma inovação, ainda não é possível dizer se tal procedimento será ou não útil à concretização da viabilidade económica das empresas.

No que respeita ao sistema espanhol, o poder da administração da empresa no processo de falência não tem diferenças em relação ao sistema português, cabendo inclusivé a iniciativa de requerer a declaração de falência quer ao devedor, quer a qualquer credor interessado. No entanto, no sistema espanhol, a chamada suspensão de pagos, equivalente à nossa recuperação, apenas pode ser requerida pelo devedor e não por qualquer credor interessado como permite o sistema português.



## **B- A intervenção do poder judicial e os prazos dessa aplicação**

Como já se deixou expresso é ao poder judicial que cabe, quer no sistema espanhol quer no sistema português, intervir no âmbito da submissão e da aplicação a uma empresa das normas reguladoras da recuperação/suspensão de pagos e falência, em virtude da natureza e da finalidade destas normas. Porém, no que concerne aos prazos da aplicação dessas normas, há algumas diferenças.

Assim, no sistema português a providência de recuperação tem seis meses para ser aprovada. Caso a Assembleia não delibere validamente a aprovação de uma das providências nesse prazo, é imediatamente decretada a falência, nº 1. do artº 53º do D.L. 315/98. Mas, apesar de existir a estipulação de vários prazos quer para se procedam a publicações, quer para se reclamem créditos, no caso em que é aprovada uma providência de recuperação a lei não estipula prazos, ficando esse aspecto ao critério da maioria dos credores, ou em última instância ao incumprimento da providência proposta o que por vezes pode levar ao arrastamento da mesma sem qualquer benefício quer para os credores lesados quer para a prossecução da justiça. A mesma situação se passa no que concerne à declaração da falência, pois não há qualquer prazo para o terminus da mesma, podendo o processo de liquidação prosseguir por tempo indeterminado, o que pode levar vários anos.

Ora, no sistema espanhol, no que toca ao processo de falência a situação é idêntica ao sistema português. Mas, já no que toca à chamada suspensão de pagos, o C. de c. no seu art. 872, estipula que esta pretensão não pode exceder três anos.

## **C- A protecção dos credores**

A finalidade das normas da falência, quer no sistema português quer no sistema espanhol, tem como princípio assegurar uma igualdade entre todos os credores. Aliás, a própria expressão utilizada no ramo de direito espanhol, onde se inserem as normas da falência, é elucidativa deste princípio, "Derecho Concursal", isto é, "correr conjuntamente". Tendo o instituto da falência como critério e finalidade igualar os credores, fácil é verificar que os credores financiadores de capital não vão ter um tratamento de excepção em relação aos outros credores. Efectivamente, os créditos privilegiados, preferenciais ou de certa forma protegidos, nas situações de falência são apenas os que se encontrem garantidos por garantia real, e isto quer no sistema português (art. 209º do D.L. 315/98), quer no sistema espanhol (art.918 C. de c.). De referir que quando

liquidado o bem onerado com garantia real, o pagamento é feito ao respectivo credor, o qual no caso de não ficar integralmente ressarcido é incluído pelo saldo entre os credores comuns.

Já no que toca aos credores obrigacionistas, o artº 218º-A do D.L. 315/98 estipula que concorrem à respectiva massa falida pelo valor da emissão, quando tal valor seja conhecido, ou quando tal valor não seja conhecido pelo valor nominal das obrigações, deduzindo-se sempre o valor que se encontre amortizado.

Ora, apesar de não existir nos processos de falência uma protecção especial dos financiadores de capital, o certo é que normalmente os bancos e outros financiadores de capital são entidades que, sabendo o risco que correm, por norma se encontram nesta situação de credores preferentes (em virtude das garantias reais que exigem para proceder ao financiamento) para além de, normalmente, serem credores maioritários o que lhes permite, de certa forma, através do seu voto, encaminhar todo o processo, quer de recuperação quer de falência no sentido que lhes é mais favorável, o que não deixa de ser uma vantagem face aos restantes credores.

#### **4. Uma nota conclusiva sobre o provável impacto de ambas as soluções no financiamento das empresas**

Na literatura financeira, os custos associados aos processos de recuperação de empresas e falência surgem habitualmente como factores determinantes da estrutura de financiamento das empresas.<sup>9</sup> Níveis exagerados de endividamento poderão causar uma quebra no valor das empresas excessivamente endividadas, devido à influência sobre esse valor dos custos directos e indirectos dos procesos de recuperação e falência. Por outro lado, a forma como o sistema judicial lida com estas situações pode criar situações nas quais os comportamentos dos financiadores e dos administradores são afectados por riscos morais - *moral hazard* - ocasionando decisões de gestão não óptimas quer do ponto de vista das empresas individualmente consideradas ou mesmo do sistema económico.

Após a análise comparativa das soluções portuguesa e espanhola relativamente a esta questão a que procedemos na secção anterior, apresentamos agora os aspectos conclusivos que nos parecem de realçar.

Existindo embora alguma semelhança entre as soluções adoptadas em ambos os ordenamentos jurídicos, são ainda assim visíveis diferenças significativas, que poderão influenciar as decisões de

---

<sup>9</sup> Outros factores habitualmente considerados influentes na estrutura de financiamento são: a fiscalidade, os custos de separação entre propriedade e administração - *agency costs* - e a informação assimétrica e os efeitos de anúncio - *signaling effects*. Vide, Brealey e Myers (1995)

financiamento das empresas de ambos os países. Uma primeira disparidade importante radica no facto de, no sistema espanhol, ser ao devedor que compete o pedido de “suspensión de pagos”, o que, relativamente ao sistema português, confere uma maior discricionariedade à administração no assumir das responsabilidades decorrentes de eventuais níveis exagerados de endividamento.

Por outro lado, e na mesma linha da reflexão anterior, pode ainda mencionar-se que a dispersão legislativa existente em Espanha e a maior dificuldade objectiva de provar que se encontram reunidos os pressupostos para a declaração de falência, torna o regime espanhol mais incerto quanto à defesa dos interesses dos credores. Assim, *ceteris paribus*, pode afirmar-se que o sistema espanhol faculta à administração das empresas uma maior flexibilidade na gestão de situações de dificuldades financeiras. Porém, existe um factor limitativo dessa flexibilidade: o menor prazo concedido para o pedido de “suspensión de pagos”, o que poderá contrabalançar alguma da margem de manobra que, aparentemente, o regime espanhol concede às empresas em detrimento dos credores.

A investigação empírica sobre o impacto destas diferenças nas estruturas de financiamento das empresas portuguesas e espanholas é, sem dúvida, uma área de interesse das finanças empresariais.



## Bibliografia

Ang J., Chua J. e McConnell J., 1984, The administrative costs of bankruptcy: a note, *The Journal of Finance*, 37, p.219-226

Bradley M., Jarrell G. e Kim E., 1984, On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence, *The Journal of Finance*, 39, p.857-878

Brealey R., Myers, S., 1995, *Princípios de finanças empresariais*, McGraw-Hill

Castanias R., 1983, Bankruptcy risk and optimal capital structure, *The Journal of Finance*, 38, p. 1617- 1635

Haugen R. e Senbet L., 1978, The insignificance of bankruptcy costs to the theory of optimal capital structure, *The Journal of Finance*, 33, p. 383-393

Kraus A. e Lintzenberger R., 1973, A state-preference model of optimal financial leverage, *The Journal of Finance*, p. 911-922

Miller M., 1991a, Leverage, *The Journal of Finance*, 46, p.479-488

Modigliani F. e Miller M., 1958, The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *The American Economic Review*, 48, p. 261-297

Modigliani F. e Miller M., 1963, Corporate income taxes and the cost of capital: a correction, *The American Economic Review*, 53, p. 433-443

Sánchez;: G , 1995, *Derecho Mercantil*, 2ª Edição da Editorial Ariel, SA,

Titman S., 1984, The effect of capital structure on a firm's liquidation decision, *Journal of Financial Economics*, 13, 137-151

Titman S. e Wessels R., 1988, The determinants of capital structure choice, *The Journal of Finance*, 43, p. 1-19

Van Horne J., 1989, *Financial management and policy*, New Jersey, Prentice-Hall

Warner J., 1977, Bankruptcy costs: some evidence, in Jensen M. e Smith C. (eds) *The modern theory of corporate finance*, N. York, McGraw-Hill

**Legislação:**

Código de Comércio y legislación Mercantil, 10ª Edición;

Decreto Lei 132/93, de 23 de Abril;

Decreto Lei 315/98, de 20 de Outubro;

Decreto Lei 316/98 de 20 de Outubro.

**Abreviaturas:**

(C. de c.) - Código de comércio espanhol.

(LSP) - Ley de suspensión de Pagos.

(D.L.) - Decreto Lei.