

V – A Nova Lei de Falências – Uma Avaliação

Aloísio Araújo*
Eduardo Lundberg*

Após mais de dez anos de tramitação, foi aprovado pela Câmara dos Deputados, no último dia 15 de outubro, o Projeto de Lei 4.376/93 que substitui a atual Lei de Falências (Decreto-Lei 7.661, de 21.06.1945). Na mesma ocasião, a Câmara aprovou também uma reforma pontual do Código Tributário Nacional (CTN), contemplando alguns dispositivos relacionados à falência e recuperação de empresas. Estas reformas na legislação de falência, antes de entrar em vigor, terão que ser aprovadas pelo Senado Federal.

O objetivo deste texto é o ressaltar a importância da reforma de nossa legislação de falências e de recuperação de empresas, avaliando as principais mudanças trazidas com o Projeto Biolchi (PL 4.376/93) e a reforma do Código Tributário.

A primeira parte deste trabalho procura justificar, do ponto de vista econômico, a importância da reforma do nosso sistema falimentar, enquanto a segunda trata das modificações trazidas nos processos de falência e recuperação de empresas com a nova legislação recentemente aprovada na Câmara de Deputados (Lei de Falências e alterações no Código Tributário). A terceira parte aborda as modificações ocorridas nas prioridades concedidas às garantias reais na falência e sua relação com o crédito, riscos e juros bancários, enquanto a quarta e última contempla as principais conclusões.

V.1 A Importância Econômica da Lei de Falências

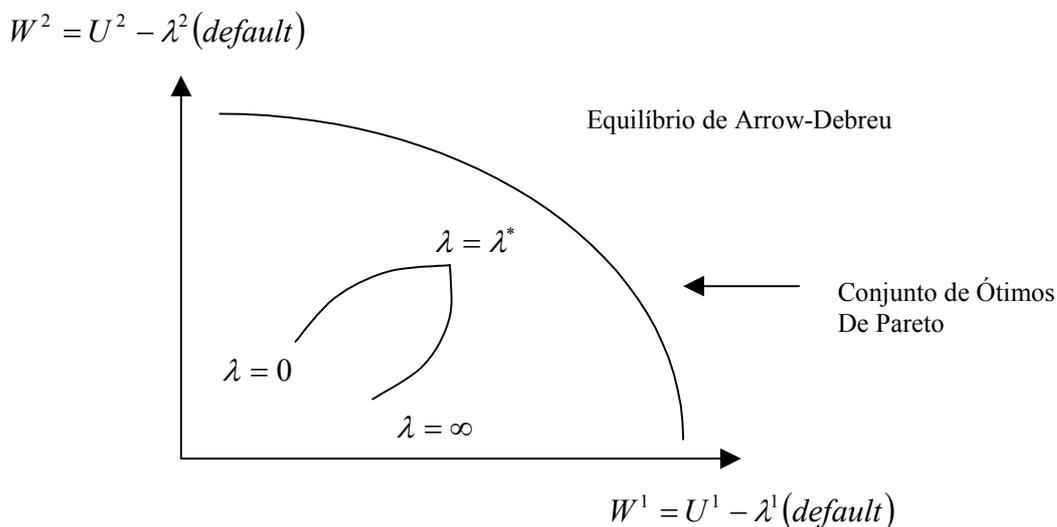
Vários autores, desde Gurley e Shaw, têm apontado para a importância não só da taxa de poupança como também para o tamanho da intermediação financeira para o desenvolvimento econômico. Recentemente La Porta *et al.* também atribuem importância ao crédito, mas têm dado uma explicação para o mesmo em termos da proteção dos credores e em particular para a tradição legislativa dos diversos países. Os países de tradição inglesa, baseados no *common law* tendem a dar mais proteção aos credores do que os países de tradição românica ou baseados no código napoleônico.

A importância das leis de falência para o crescimento econômico também está realçada em um trabalho recente de Bergoing, Kehoe, Kehoe e Soto. Neste trabalho, os autores fazem uma comparação interessante entre o Chile e o México. São analisadas várias possíveis hipóteses para explicar as diferenças entre as taxas de crescimento dos dois países, dado que a do México foi muito menor que a do Chile, a saber: os agregados monetários e a inflação, a relação dívida externa e o PIB, a perda de poder aquisitivo dos trabalhadores chilenos (hipótese levantada por Corbo e Fischer), o preço de *commodities*, a abertura comercial, a taxa de investimento, o superávit governamental, entre outros. Contudo, as diversas hipóteses não são compatíveis com os dados, uma vez que mesmo que tenha havido uma situação inicialmente mais favorável no Chile que no México, como no caso da inflação e da abertura comercial, prevalece hoje a equiparação entre os dois países. A única

* Aloísio Araújo é professor da FGV/RJ e do IMPA. Eduardo Luis Lundberg é consultor do Departamento de Estudos e Pesquisas do Banco Central do Brasil. As opiniões expressas neste trabalho são exclusivamente dos autores e não refletem necessariamente a visão do Banco Central do Brasil.

diferença substancial que continua existindo é no quesito crédito como proporção do PIB que é muito mais alto no Chile (60%) que no México (15%) que os autores atribuem à Lei de Falência e à reforma do sistema bancário e outras reformas estruturais. Convém dizer, contudo, que a Lei de Falências do Chile datada de 1982 não contempla a possibilidade do tipo do capítulo 11 que muitos países também agora introduzem, mas somente a rapidez do processo e a proteção dos credores.

Na prática de uma economia capitalista, a punição da empresa inadimplente é materializada através da falência ou, na melhor das hipóteses, do constrangimento de diferentes formas de concordata, salvamento ou reestruturação empresarial. A presença desses mecanismos de depuração do sistema econômico é absolutamente essencial para aumentar a eficiência e produtividade da economia. Como ressaltado em Araújo (ver igualmente Dubey, Geanakopolous e Shubick) a imposição da penalidade correta em caso de inadimplência é também fundamental para o bom funcionamento dos mercados de crédito (veja gráfico a seguir):



$\lambda = 0$ Mercado financeiro colapsa

$\lambda = \infty$ Ninguém vai à bancarrota: demasiada restrição ao crédito.

No gráfico a fronteira externa representa o conjunto das alocações de bens da economia que são ótimos de Pareto, ou seja, que podem ser alcançadas quando os mercados são completos. Como sabemos, os ótimos de Pareto são as alocações que não permitem melhora de bem-estar para todos os membros da economia. Isto é, quando a economia possui uma estrutura de mercados financeiros suficientemente ricos para permitir aos

agentes econômicos a transferência de recursos entre os estados da natureza segundo a escassez relativa. Nesta situação quanto maior for a penalidade para os devedores melhor estará a sociedade. Esta talvez seja a situação que La Porta *et al* tinham em mente em seu trabalho.

Contudo, a situação descrita na parte interna à curva é mais realista. Nela os mercados financeiros não são completos, por suposição. Isto, devido ao problema de informação incompleta como azar moral, quando o retorno dos ativos depende dos esforços alocados, e seleção adversa ou mesmo pela incapacidade de se prever todas as eventualidades possíveis. Desta forma, os agentes econômicos ficam tolhidos em fazer todas as transferências entre os estados da natureza desejáveis.

Como consequência, para aumentar o bem estar econômico, através de instituições como o judiciário e o legislativo, a sociedade deve prover o equilíbrio entre os credores e devedores permitindo algum tipo de inadimplência. Esta tarefa é muito sofisticada e poucas sociedades têm conseguido alcançá-la com êxito. Quando se pune com rigor exagerado os inadimplentes, como no caso de prisão ou mesmo de escravidão verificados no passado, estamos penalizando em demasia os potenciais devedores e, desta forma, restringindo o mercado de crédito. Este talvez seja o caso que tínhamos na Inglaterra quando o representante dos credores (*receiver*) tinha poderes exorbitantes. Tal situação pode levar ao fechamento de firmas saudáveis com meros problemas de liquidez e não de solvência propriamente dita. No outro extremo temos a situação de países com tradição no código napoleônico, onde a tolerância com os devedores é demasiada. Este é o caso dos países da América Latina e de muitos outros países como a Alemanha, que tinha até recentemente uma lei da época de Bismarck, bem como da Holanda e países da Escandinávia, que também estão modificando sua legislação.

A legislação americana, particularmente em seu capítulo 11 que trata da recuperação empresarial, tem despertado grande interesse, inclusive sido motivo de inspiração para outros países, como o México, a Argentina e a maior parte da Ásia. Neste modelo tenta-se criar as condições de uma barganha estruturada entre devedores e credores, com o objetivo de maximizar o valor da firma através da adoção de um plano de recuperação empresarial que, embora proposto pela gerência da firma devedora, tem que ser aprovado por maioria de cada uma das classes de credores. Somente no caso de impasse o Juiz pode determinar o chamado *cramdown*, ou seja, que pode forçar uma das classes de credores minoritários a seguir a maioria. Embora seja criticada por muitos por ser custosa e demasiado leniente com os devedores, ela tem sido exitosa em muitos casos.

É interessante notar contudo que alguns autores isolados como D. Baird e Rasmussen acham que existe um esvaziamento do processo de barganha no modelo do capítulo 11 norte-americano, o que de certa forma é bom, pois o processo ganha em agilidade. Um trabalho preliminar que está sendo conduzido pelo Banco Mundial baseado em pesquisa sobre processos de falência de vários países mostra, como era de se esperar do ponto de vista teórico, uma forte correlação negativa entre qualidade do processo de falência, quando medida pela duração e expectativa de recuperação de crédito na massa falida, e taxa de juros.

Existem abordagens alternativas à lei de recuperação de empresas e falência tradicionais de autoria de vários autores, como Beb Chuck e Hart entre outros referidos abaixo. Nesta

abordagem é sugerido que a empresa seja transferida, em caso de inadimplência, para os credores, o que resolveria o complexo problema de barganha entre as partes. Alguns elementos destas idéias foram incorporados em algumas legislações recentes de alguns países.

Também gostaríamos de enfatizar que, do ponto de vista econômico, um bom mecanismo de recuperação de empresas e falência não depende só de boas leis, mas também do poder judiciário. A esse respeito gostaríamos de ressaltar o trabalho de Armando Castelar (vide Capítulo V deste relatório), onde o autor aponta um componente discricionário por parte do judiciário.

Como é notório e sabido, o Brasil é um dos países que conta com as mais altas taxas de juros sobre empréstimos e onde o crédito só representa 26% do PIB. Esta situação que não favorece o desenvolvimento de novas empresas e a boa utilização do capital tem várias origens. Uma das mais importantes é sem dúvida a alta necessidade de financiamento do setor público que absorve boa parte da poupança doméstica. Contudo, existem vários outros fatores explicativos, entre os quais a capacidade do credor reaver o crédito em caso de inadimplência do devedor, conforme se pode observar a partir das diferenças entre as taxas de juros e o montante das várias modalidades de crédito. Por exemplo, a existência de mecanismos adequados de recuperação de crédito explica a menor taxa de juros e o alto volume de crédito, no caso dos financiamentos a veículos, das operações de *Vendor* e dos ACCs, comparativamente ao que se verifica no crédito pessoal, cheque especial e conta garantida.

No caso específico do setor empresarial, vital para o processo de crescimento econômico e geração de emprego, nossa legislação de falências é um importante entrave ao crédito e causa de perpetuação do funcionamento de empresas inadimplentes. Em função de institutos dessa legislação, a mecânica básica do sistema creditício brasileiro pode ser descrita da seguinte forma: bancos e outros agentes fazem créditos moderados às firmas sadias. Ao menor sintoma de dificuldades financeiras, os credores procuram reduzir seus créditos e as firmas a atrasar o pagamento de impostos. Em resposta, os credores ficam ainda mais receosos em não reaver seus créditos, pois em caso de liquidação da firma, serão os últimos a receber, dada a prioridade dos créditos trabalhistas e fiscais na falência. Isto faz com que eles diminuam ainda mais os créditos, inclusive executando garantias, enquanto as firmas tendem a atrasar ainda mais os impostos até que elas fiquem desprovidas de crédito e numa situação extremamente frágil. Os credores porventura restantes não se atrevem a pedir a falência da firma, em função da mesma prioridade já apontada da Lei de Falências, enquanto o fisco devido a várias razões, também não o faz.

Estas e outras distorções econômicas geradas pela atual Lei de Falência brasileira, justificando a reforma recém aprovada pela Câmara dos Deputados, são:

- a) prioridades trabalhista e fiscal que tornam a atividade creditícia desinteressante e contribui para a manutenção em funcionamento de um grande número de empresas ineficientes, com grande acúmulo de dívidas fiscais e baixa capacidade operacional;
- b) má gestão dos processos de concordata e de liquidação devido ao afastamento de credores, como bancos e fornecedores, que poderiam desempenhar papel importante quanto a exigências de rapidez e transparência;

- c) a regra de sucessão tributária na venda de ativos por parte de empresas falidas ou em dificuldades, aviltando o valor ou tornando impossível a sua alienação;
- d) desenho inadequado da recuperação judicial de empresas, dada a limitação da concordata enquanto espaço de negociação entre credores e devedores; e
- e) problemas de coordenação entre credores na recuperação informal de empresas, devido a exigência da unanimidade.

V.2 Falências e Recuperação de Empresas

Nossa legislação de falência (DL 7.661/45)¹ é fruto de uma época em que predominavam as empresas individuais ou familiares. Decretada a falência e nomeado o síndico, a empresa deve ser fechada e lacrada como forma de proteger os interesses patrimoniais dos credores. Tal procedimento de arrecadação e guarda dos bens talvez ainda faça sentido para pequenas e médias empresas, mas não faz sentido no caso das grandes e modernas empresas corporativas, onde os administradores não se confundem com os acionistas, nem as unidades produtivas com sua administração financeira. Além de não garantir o controle do síndico e do juízo sobre a empresa, o sistema atual importa em perda de produção e empregos e uma forte desvalorização do estoque de capital da economia, que se perde com a ação do tempo e a destruição de seu ativo intangível.

Além dessa visão patrimonialista ultrapassada, que gera grandes prejuízos à economia e aos credores, os processos falimentares no Brasil geralmente não são acompanhados e fiscalizados pelos seus maiores interessados - os credores, o que faz da administração desses procedimentos um campo fértil para fraudes. A principal razão do desinteresse dos credores em participar e monitorar os processos de falência é o fato de que, na maior parte dos casos, estes não tem nada a receber, dada a prioridade ilimitada dada aos créditos trabalhistas e tributários. Como a primeira e mais simples alternativa no Brasil para enfrentar dificuldades financeiras é deixar de pagar tributos e contribuições previdenciárias, quando a falência é decretada, em geral não sobram ativos suficientes sequer para pagar tais obrigações fiscais e trabalhistas.

Se não bastasse a ineficiência do processo de liquidação de empresas, temos um instituto anacrônico e de pouca flexibilidade para a recuperação de empresas. A concordata prevista em nossa atual legislação só prevê uma moratória por dois anos das dívidas quirografárias (sem garantia real), além de ter contra si o defeito de ser um "favor legal", ou seja, ela é concedida pelo juiz sem um processo formal de consulta ou aprovação dos credores. A concordata é um instituto que sequer atende os interesses dos devedores, pois tende a alcançar somente os débitos com fornecedores e prestadores de serviço, que não podem deixar de serem pagos, sob risco de cessar o recebimento de mercadorias e serviços necessários à continuação de suas atividades. O que se quer, normalmente, é renegociar as

¹ O atual sistema falimentar brasileiro prevê basicamente dois institutos para lidar com as empresas em dificuldades: a falência e a concordata. A falência é o instrumento de liquidação judicial utilizado para lidar com empresas insolventes, enquanto a concordata é o instrumento para lidar com empresas com dificuldades transitórias de endividamento. A concordata é dita preventiva, quando solicitada pela empresa devedora tão logo detectada sua situação de iliquidez, e suspensiva, se solicitada e deferida ao longo do processo de falência, quando eventualmente se verifica que a empresa falida é capaz de honrar seus compromissos e voltar a operar.

dívidas bancárias, em geral sujeitas a algum contrato com garantia e, portanto, não alcançadas pelo instituto da concordata.

A nova legislação recentemente aprovada² pela Câmara dos Deputados moderniza nossa legislação falimentar, inova em muitos aspectos e procura valorizar a empresa produtiva e preservar empregos. Como concepção, sem ferir a tradição e o ordenamento jurídico brasileiro, adota na prática um sistema unitário, assemelhado ao que existe no direito alemão e que vem sendo implementado na União Européia. A empresa em dificuldades financeiras, reconhecida sua situação pelo Poder Judiciário, tem a possibilidade de ter sua viabilidade econômica analisada por meio da apresentação de um plano de recuperação. Caso o plano de recuperação seja aceito pelos credores, o juiz aprova o processo de recuperação judicial, caso contrário, é determinada sua falência.

Um dos grandes méritos da nova legislação falimentar, em contraste com a atual visão patrimonialista, é a prioridade dada à manutenção da empresa e dos seus recursos produtivos. Os maiores progressos esperados com a modernização de nossa legislação falimentar estão concentrados na recuperação de empresas. A nova lei acaba com a concordata e cria as figuras da recuperação judicial e extrajudicial, aumentando a abrangência e flexibilidade nos processos de recuperação de empresas, pela exploração de grande espectro de alternativas para o enfrentamento das dificuldades econômicas e financeiras da empresa devedora.

Dada a demora e dificuldades dos atuais procedimentos falimentares no Brasil, o PL 4376/93 (Projeto Biolchi) é um importante avanço. A principal prioridade dada pelo projeto é a venda em bloco dos ativos e unidades produtivas da empresa falida, como forma de minimizar os prejuízos hoje causados pelas falências à economia, aos credores e ao emprego dos trabalhadores. Reforçando essa prioridade, acaba a figura da concordata suspensiva³, uma das razões que justificavam a demora no início da realização dos bens e a impossibilidade da venda em bloco da empresa ou unidades produtivas. O projeto contempla também progressos na redução de burocracia, em especial no que se refere à habilitação de credores, que deve passar a ser feita diretamente junto ao administrador judicial, reduzindo a tramitação desse tipo de processo nos tribunais.

A venda de ativos é crucial para o sucesso do processo de falência ou de recuperação de uma empresa em dificuldades. A rápida obsolescência dos bens de capital e o reconhecimento cada vez maior do valor de marcas, clientela formada, pontos comerciais e outros intangíveis fazem com que a rapidez e eficácia do processo de venda de ativos seja a diferença entre o sucesso e o fracasso de um processo de falência ou de recuperação judicial. O Projeto Biolchi traz avanços importantes para o processo de venda de ativos na falência, como a prioridade para a venda em bloco, maior participação e fiscalização dos credores no processo, redução de exigências burocráticas e a inclusão de formas

² Em 15 de outubro deste ano foi aprovada pela Câmara dos Deputados o Projeto de Lei 4.376/93 (Projeto Biolchi), que substitui a atual Lei de Falências, e o Projeto de Lei Complementar 72/03, que altera alguns dispositivos do Código Tributário Nacional (Lei 5172/66). Os dois projetos estão atualmente em tramitação no Senado Federal.

³ Atualmente, dada a possibilidade de levantamento da falência através da concordata suspensiva e como forma de proteger os interesses do devedor, não é admitida a hipótese da venda do conjunto dos ativos ou das unidades produtivas da empresa falida. Assim, normalmente a venda ou realização dos ativos é feita após o levantamento dos bens e a apuração do quadro de credores, procedimentos notoriamente demorados no contexto da atual burocracia judicial.

alternativas de leilão, além do tradicional, para a concretização dessas vendas, sem prejuízo da lisura e da transparência das transações.

A questão da sucessão de obrigações quando da venda de imóveis e unidades produtivas de empresas falidas ou em dificuldades também foi resolvida com a nova legislação⁴. Mesmo se feitos de boa fé, atualmente o comprador desses ativos corre o risco de assumir obrigações trabalhistas e fiscais do vendedor. Por conta desses efeitos, os bens de empresas em dificuldades são depreciados e os bons escritórios de advocacia desaconselham a compra de bens e ativos de empresas em dificuldades. Evidentemente, o princípio de sucessão de obrigações é cabível, sob determinadas circunstâncias, até para evitar possíveis fraudes. Mas, independentemente de seu mérito, essa legislação é causa de desvalorização econômica artificial dos bens e ativos de empresas em dificuldades, dificultando a eficácia dos processos de falência e de recuperação de empresas.

A quebra parcial da prioridade do fisco deve contribuir para a maior governança da falência, já que os credores com garantia real passarão a ter maior interesse em participar e fiscalizar esses processos. Com a mudança no artigo 186 do Código Tributário, após o pagamento dos créditos trabalhistas, a prioridade passará a ser dividida, na proporção de um para um, com os créditos com garantia real. Infelizmente, não foi possível aprovar alguma limitação aos créditos trabalhistas, o que deve continuar estimulando os donos e executivos da empresa falida, com base em seus pretensos “créditos trabalhistas”, a procurar se apropriar dos bens da massa.

Em versões anteriores do Projeto Biolchi estava prevista a limitação dos créditos trabalhistas na falência⁵. Não se tratava de subtrair ou eliminar direitos dos trabalhadores, mas somente redefinir prioridades na ordem de pagamento dos créditos de uma empresa falida. Faz todo sentido social que se conceda prioridade absoluta ao pagamento de salários (créditos de natureza alimentar) na liquidação de uma empresa. Por outro lado, como hoje ocorre, não é justo que indenizações trabalhistas milionárias de altos executivos, que em sua maioria tem algum tipo de participação ou responsabilidade pelo fracasso da empresa, continuem sendo pagas prioritariamente em detrimento dos demais credores⁶.

O limite também seria importante para coibir e evitar saques fraudulentos dos recursos da massa a favor dos próprios donos e executivos da empresa falida, seja em nome próprio, seja em nome de “laranjas”. Ao contrário do que ocorre em outros países, a prioridade aos

⁴ Artigo 154, § 4º, da nova Lei de Falências (PL 4376/93) e, no caso da sucessão de obrigações tributárias, a nova redação dada ao artigo 133 do CTN (Projeto de Lei Complementar 72/03).

⁵ Na versão mais conhecida e debatida do Projeto Biolchi, de 22.05.2002, estava previsto o limite de R\$ 30 mil para os créditos trabalhistas e mais R\$ 30 mil para os recolhimentos devidos ao FGTS. Mais recentemente, o projeto passou a incorporar um limite de 300 salários mínimos para o conjunto dos créditos trabalhistas (inclusive FGTS).

⁶ Altos executivos e funcionários da confiança das empresas costumam receber “bônus” e participação nos resultados quando a empresa vai bem e é lucrativa, ao contrário dos demais assalariados. Já no caso de uma empresa em dificuldades ou em falência, com recursos insuficientes para saldar todos os seus compromissos, é preciso reavaliar se a prioridade de tais direitos trabalhistas deve ser abrangente, inclusive face ao direito dos demais credores. Nesses casos, sem afrontar a legislação trabalhista, a alternativa mais sensata seria manter um pagamento prioritário a título de alimentos, delimitando um valor máximo em moeda ou um teto que exclua os altos executivos e funcionários da confiança dos donos. Os valores e direitos que ultrapassassem esse valor ou teto continuariam sendo reconhecidos legalmente, mas ficariam pendentes de pagamento de acordo com o rateio dos recursos disponíveis da massa falida, em igualdade de condições com os demais credores.

créditos trabalhistas em nosso País não tem qualquer tipo de limitação. Em outros países, a prioridade é sempre restrita, alcançando apenas salários atrasados e outros créditos líquidos e certos dos trabalhadores, inclusive mediante a imposição de limitações de valor.

O conjunto mais importante de mudanças na legislação falimentar, no entanto, é com relação à recuperação de empresas, que passará a contar com uma legislação muito próxima dos melhores padrões e práticas internacionais. Entre estas modificações, destacamos como pontos mais importantes:

- a) o fim da concordata e sua substituição pela recuperação judicial, um instituto mais amplo e flexível, mas que deve envolver a aprovação formal do plano de recuperação pelos credores em assembléia;
- b) a criação da figura da recuperação extrajudicial, um acordo informal com os credores que pode ser homologado no Judiciário;
- c) a criação do Comitê de Credores, para acompanhar e fiscalizar a recuperação judicial, e da Assembléia Geral de Credores, como instância principal da manifestação dos credores;
- d) o estabelecimento de um período máximo para a negociação do plano de recuperação judicial da empresa, período em que ficam suspensas transitoriamente todas as ações e execuções contra o devedor;
- e) a inclusão de novos empréstimos à empresa em recuperação como créditos extraconcursais;
- f) a criação de um tratamento sumário e privilegiado para pequenas e micro empresas, onde o juiz poderá aprovar uma renegociação padrão a ser paga em 36 prestações mensais, iguais e consecutivas.

A nova Lei de Falências substitui a concordata por instrumentos mais amplos e flexíveis para a recuperação da empresa: a recuperação judicial e extrajudicial. Enquanto o atual instituto da concordata alcança apenas os credores quirografários, a recuperação judicial pretende abranger todos os credores no processo e não se limitar à mera dilatação dos prazos para o pagamento das dívidas existentes. O objetivo da recuperação extrajudicial é facilitar as negociações informais das empresas em dificuldades com seus maiores credores, em especial aqueles do sistema bancário e financeiro, razão pela qual não inclui os credores trabalhistas e fiscais, podendo excluir também os fornecedores de bens e serviços. Tanto o plano de recuperação judicial quanto o extrajudicial pode abranger um grande espectro de alternativas, desde a simples renegociação das dívidas até a mais complexa e abrangente reorganização societária.

Considerando a maior abrangência da recuperação judicial relativamente à concordata, é natural que o seu processamento siga a experiência internacional de onde ela foi inspirada, deixando de ser uma prerrogativa do Poder Judiciário (um “favor legal”) para ser um instrumento de renegociação de dívidas sob supervisão judicial. Sem uma adequada negociação com os credores, a recuperação judicial poderia ser desvirtuada enquanto instrumento de renegociação de dívidas, pelo estímulo a manipulações e fraudes contra os credores, para a obtenção dos benefícios financeiros abertos com o aumento do alcance e abrangência do novo instrumento. Por essa razão, a decisão judicial quanto à recuperação de empresa passa a ser precedida pela aprovação formal, em assembléia de credores, do plano apresentado.

A experiência de outros países relativa à aprovação de um plano de recuperação recomenda que essa decisão seja de uma assembléia de credores. Assim, a nossa nova legislação passa a adotar o padrão internacional de só reconhecer um plano apresentado pelo devedor e referendado pela maioria dos credores, cabendo ao juiz, após certificar-se da lisura dos aspectos legais e processuais, homologar a decisão e garantir legitimidade ao plano de recuperação e a sua implementação. Essa postura tem a vantagem de valorizar as práticas de mercado e propiciar um ambiente sadio de recuperação de empresas, antecipando, agilizando e dando previsibilidade às ações e decisões a serem adotadas. Para tanto, cabe ao juiz homologar a decisão negociada entre as partes, inclusive aquela eventualmente negociada fora do ambiente judicial, cabendo apenas o cuidado de certificar-se da legalidade dos acordos e de que os direitos dos credores minoritários não serão prejudicados em relação aos demais.

Um aspecto que deve ser destacado na nova legislação, é o aumento dos direitos e da participação dos credores nos processos falimentares, inclusive como forma de dar maior eficiência, confiabilidade e transparência nos processos falimentares e de recuperação de empresas. Tão importante quanto o papel do Judiciário e do Ministério Público para a eficácia e lisura desses processos, é a participação e fiscalização dos maiores interessados – os credores. Para tanto, foram criadas duas figuras novas – a Assembléia Geral de Credores e o Comitê de Credores, que devem reunir e representar as três classes de credores: trabalhadores, credores com garantia real e credores quirografários. A AGC é a instância principal de deliberação dos credores, cabendo-lhe eleger um Comitê de 3 membros, um de cada classe de credores, e deliberar sobre a aprovação do plano de recuperação e outros assuntos de interesse dos credores. Ao Comitê cabem essencialmente as funções de fiscalização e representação dos demais credores nas negociações sobre o plano de recuperação ou sobre a venda de bens da empresa falida.

A criação da figura da recuperação extrajudicial também é importante, principalmente por dar maior amparo e proteção legal aos acordos informais, que são cada dia mais comuns entre grandes empresa e instituições financeiras. A rigor, não deveria haver necessidade de sua previsão legal, mas entendeu-se que era melhor deixar claro que esse tipo de negociação não deveria ser interpretado com um “ato falimentar”, bem como permitir que tais acordos possam ser homologados na Justiça. A principal vantagem da homologação judicial de um acordo informal, aprovado pela maioria dos credores, é a de poder obrigar seu cumprimento por credores minoritários, o que tende a aumentar a participação dos credores nas negociações do acordo. Outra vantagem da homologação é poder realizar a venda judicial de subsidiárias ou filiais de empresa sem o ônus da sucessão tributária.

Nas discussões sobre a nova legislação, houve quem defendesse a manutenção do instituto da concordata juntamente com as novas modalidades de recuperação judicial e extrajudicial, sob a alegação de que ela seria útil para ajudar na renegociação de dívidas, mormente por parte de empresas de pequeno porte em dificuldades. Prevaleceu o entendimento de que os benefícios da atual concordata estão contidos, com vantagens, nos novos institutos de recuperação. Uma mera renegociação de dívidas pode ser realizada por qualquer empresa em dificuldade, seja na forma de acordo extrajudicial, seja na forma de um acordo celebrado na Justiça (recuperação judicial), com a vantagem de flexibilidade e de poder incluir outras questões que hoje a legislação da concordata não contempla.

O ponto mais polêmico, no entanto, é com relação ao “favor legal” de poder aprovar uma renegociação de débitos sem a concordância dos credores. Em primeiro lugar, entendeu-se que o “favor legal” só fazia sentido para as micro e pequenas empresas, o que de certa forma foi mantido, mas que as demais empresas deveriam ser capazes de negociar com seus credores. A rigor, na maior parte dos casos de grandes empresas, hoje a concordata funciona como uma forma incompleta de obter uma carência para a renegociação efetiva das dívidas. Com a nova legislação, essa carência passa a ser mais ampla, completa e formal, concedida na forma de um período de 180 dias, prorrogável por mais 90, em que são suspensas todas as ações contra o devedor para a negociação de um plano de recuperação. Ou seja, para a grande empresa que precisa renegociar suas dívidas com os credores, o novo instituto da suspensão transitória das ações substitui com vantagem o atual mecanismo da concordata.

Sobre esse período de suspensão das ações de cobrança (*stand still period*), favor comum em outros países, é preciso destacar que o mecanismo não deve ser confundido com o instituto do juízo universal da falência. Enquanto a suspensão das ações se destina a facilitar as negociações de um plano de recuperação, evitando que uma decisão judicial isolada durante a negociação conceda um tratamento diferenciado para alguma das partes, o juízo universal se destina a reunir num único tribunal as ações existentes, dando maior celeridade e igualdade de tratamento aos credores. Da mesma forma é preciso destacar também que a suspensão prevista na nova lei de falências foi fixada em 180 dias, prorrogáveis por mais 90 dias, exclusivamente para os fins e durante o período necessário à negociação e aprovação do plano de recuperação. Terminada a negociação, não há razão que justifique o cerceamento das partes em defenderem seus direitos na Justiça. As eventuais ações devem continuar correndo, seja no juízo universal, no caso de ser decidida a falência da empresa, seja nos foros próprios, no caso da recuperação judicial ser aprovada, com a diferença de que o plano homologado pode ser um elemento novo na solução do litígio.

Outra preocupação presente na nova legislação diz respeito à obtenção de novos créditos por parte das empresas em recuperação judicial, o que viabilizaria a continuidade de suas operações. Um instituto muito utilizado em outros países é o de conceder privilégios na falência para os novos créditos para as empresas em processo de recuperação judicial, caso estas empresas não consigam se recuperar. Assim, com a nova lei, crédito novo concedido às empresas em recuperação judicial será considerado extraconcursal numa eventual falência, o que significa que serão pagos com preferência aos demais credores, o que aumenta a segurança de bancos e fornecedores para continuarem operando com a empresa em dificuldades.

Por fim, é importante salientar que os procedimentos da recuperação para pequenas e micro empresas previstos no Projeto Biolchi foram bastante simplificados. Não faz sentido exigir dessas empresas o mesmo ritual de apresentação de plano de recuperação a ser submetido à assembleia de credores. Assim, a recuperação judicial destas empresas tem uma forte semelhança com a atual concordata, na medida em que é um “favor legal”, o que significa que um reescalonamento padronizado das dívidas das micro e pequenas empresas poderá ser aprovado diretamente pelo juiz, sem necessidade de aprovação formal dos credores em assembleia.

A recomposição padrão está prevista para ser feita em "36 prestações mensais, iguais e sucessivas", com seis meses de carência a partir da solicitação do "favor legal". Outras composições são possíveis, mas apenas com a aprovação da maioria dos credores. Este novo formato sinaliza ao pequeno e médio empresário de que ele deve rapidamente tomar as medidas para ajustar-se, de forma a poder ao menos pagar os compromissos mensais. De qualquer forma, caso a recuperação desse empresário não seja viável, em curto espaço de tempo isso ficará caracterizado, evitando-se uma dilação exagerada de um ano, como atualmente prevista na atual legislação de concordatas.

V.3 O Crédito e as Garantias Reais na Falência

O Brasil é um dos raros países onde a execução das garantias reais de uma operação de crédito não funciona quando ela é mais necessária – na falência – quando a empresa se mostra incapaz de honrar seus compromissos. A principal explicação para isso é a prioridade do fisco contido no Código Tributário Nacional (Lei 5.172/66)⁷. Esta é uma prioridade muito forte e marcante, pois ela é absoluta, não se referindo tão somente ao processo de falências. Um credor detentor de uma garantia real pode, a qualquer momento, em função de dívidas tributárias da empresa devedora, perder seu colateral a favor do fisco, mesmo não havendo formalmente um processo falimentar⁸.

Na grande maioria dos países não existe a prioridade do fisco, como no Brasil, com os créditos com garantia real recebendo, em casos de falência, sempre à frente dos demais credores. É o que prevalece na grande maioria dos países, conforme se pode ver na Tabela 1 abaixo, contemplando 36 países⁹. A justificativa para esse padrão internacional é a manutenção de um ambiente institucional favorável ao crédito, procurando privilegiar a empresa produtiva com a possibilidade de acesso a empréstimos e financiamentos fartos e baratos.

⁷ *O crédito tributário prefere a qualquer outro, seja qual for a natureza ou o tempo de constituição deste, ressalvados os créditos decorrentes da legislação do trabalho* (Art. 186 do Código Tributário Nacional – Lei 5.172/66). Mais que isso, como para reafirmar essa prioridade, o artigo seguinte (187) estabelece que o fisco não se sujeita a concurso de credores ou qualquer forma de habilitação judicial. Ironicamente este art. 187 do CTN é o que justifica a não participação do fisco em processos falimentares. Assim, ao invés de reforçar e ajudar o fisco a receber seus créditos, o art. 187 tem funcionado como um mandamento negativo. O fisco tem a prioridade, mas não exerce efetivamente essa prioridade.

⁸ *Sem prejuízo dos privilégios especiais sobre determinados bens, que sejam previstos em lei, responde pelo pagamento do crédito tributário a totalidade dos bens e das rendas, de qualquer origem ou natureza, do sujeito passivo, seu espólio ou sua massa falida, inclusive os gravados por ônus real (grifos nossos) ou cláusula de inalienabilidade ou impenhorabilidade, seja qual for a data da constituição do ônus ou da cláusula, excetuados unicamente os bens e rendas que a lei declare absolutamente impenhoráveis.* (Art. 184 do Código Tributário Nacional – Lei 5.172/66)

⁹ Apenas 3 países, além do Brasil, contemplam alguma prioridade do fisco à frente dos créditos com garantia real: Itália, Espanha e Polônia. São países europeus da CEE que estão atualmente revendo suas legislações falimentares, o que provavelmente deve envolver a revisão nesse tipo de dispositivo, que não consta como pertencentes às melhores práticas internacionais.

Tabela 1
Ordem de Prioridade na Falência – 36 Países

PAISES	PRIORIDADES NA FALÊNCIA			
	1	2	3	4
Alemanha	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais		
Austrália	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Salários atrasados	
Austria	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais		
Bélgica	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Fisco e Prev. Social	
Bermudas	Créd. c/ Gar. Real	Salários e Encargos (alguns)	Extra-concursais	Créditos Fiscais
Brasil	Créd. Trabalhistas	Créditos Fiscais	Extra-concursais	Créd. c/ Gar. Real
Bulgária	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais		
Canadá	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Salários atrasados (limitados)	Créditos Fiscais
China	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Créd. Trabalhistas (em algumas regiões estes recebem antes dos extra-concursais)	Créditos Fiscais
Coréia	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais		
Escócia	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Créditos Fiscais	Créd. Trabalhistas
Eslováquia	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais (inclusive eventuais 3 salários atrasados)		
Espanha	Salários (últimos 30 dias até 2 salários mínimos)	Créditos Fiscais	Créd. c/ Gar. Real	
Estados Unidos	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Créd. Trabalhistas (limitados)	Créditos Fiscais (até 3 anos antes da falência)
Estônia	Extra-concursais	Créd. c/ Gar. Real	Créd. Trabalhistas	Impostos em atraso
Finlândia	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais		
França	Salários em atraso	Extra-concursais	Créd. c/ Gar. Real	
Holanda	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Créditos Fiscais	Créd. Trabalhistas
Hong Kong	Extra-concursais	Créd. c/ Gar. Real	Créd. Trabalhistas	Fiscais (alguns associados a fundos trabalhistas)
Hungria	Extra-concursais	Créd. c/ Gar. Real	Créd. Alimentícios	Créditos Fiscais
Inglaterra	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Fisco e Prev.Social	Créd. Trabalhistas (limitados)
Irlanda	Créd. c/ Gar. Real	Créditos Fiscais (limitados)	Créd. Trabalhistas	
Israel	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Créd. Trabalhistas (limitados)	Créditos Fiscais (idem)
Itália	Extra-concursais	Fiscais e Trabalhistas (mediante ações de apreensão judicial)	Créd. c/ Gar. Real	
Japão	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Créd. Trabalhistas	
Malásia	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Créd. Trabalhistas	Créditos Fiscais
Polônia	Créd. Fiscais	Extra-concursais – dívidas ativas c/garantia na data da falência (até 50% do valor da venda do ativo garantidor)	Créd. c/ Gar. Real	
Portugal	Créd. c/ Gar. Real	Créd. Trabalhistas	Extra-concursais	Créditos Fiscais
Rússia	Extra-concursais	Créd. Trabalhistas	Créd. c/ Gar. Real	Créditos Fiscais
Singapura	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Créd. Trabalhistas (limitados)	
Suécia	Extra-concursais	Créd. c/ Gar. Real	Créditos Fiscais	Créd. Trabalhistas
Suíça	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Créd. Trabalhistas (limitados)	
Tailândia	Extra-concursais	Créd. c/ Gar. Real	Créd. Trabalhistas	
Tcheca, Repúbl.	Créd. c/ Gar. Real	Extra-concursais	Créd. Trabalhistas	
Vietnã	Extra-concursais	Créd. c/ Gar. Real	Créd. Trabalhistas	Créditos Fiscais

Fonte: Insolvency & Restructuring 2003 – Getting the Deal Through series – London: Law Business Research Ltd., 2003

A existência dessa prioridade do fisco sem dúvida enfraquece e até coloca em dúvida o mecanismo da entrega de bens em garantia real de obrigações, aumentando o risco de quase todas as operações de crédito a pessoas jurídicas efetuadas pelo sistema financeiro nacional. Afinal, a exemplo do que ocorre em qualquer país do mundo, os bancos e instituições financeiras não querem ser sócios de seus clientes, razão pela qual as operações de crédito são normalmente cobertas com algum tipo de garantia real, a começar por uma simples operação de desconto de duplicatas. Em conjunto com as demoras e deficiências do nosso sistema judicial¹⁰, a prioridade do fisco sobre o crédito com garantia real ajuda a entender porque o crédito bancário ao setor produtivo no Brasil é tão mais caro e escasso do que em outros países.

A mudança no Código Tributário Nacional é um importante avanço relativamente à sua situação atual, não obstante a nova legislação ainda continuar distante dos padrões internacionais. Além da prioridade ilimitada aos créditos trabalhistas, os créditos com garantia real têm que dividir com o fisco a prioridade sobre os bens remanescentes da massa falida, na proporção de um para um. Na prática isso significa um grande ganho para o erário público, pois hoje ele tem direito a 100% do que sobrar após o pagamento dos créditos trabalhistas, o que na prática é muito pouco, já que atualmente não há interesse dos credores em acompanhar e fiscalizar os processos falimentares. Com a nova lei, o erário passará a receber pelo menos o mesmo *quantum* recebido pelos credores com garantia real, em tese metade (50%) do direito que tem hoje, mas agora provavelmente um valor bem maior, já que deve haver acompanhamento e fiscalização desses credores beneficiários.

Além dessa mudança não corresponder aos padrões internacionais, preocupa também a não alteração do artigo 184 do Código Tributário Nacional¹¹. Por esse dispositivo, as garantias reais continuam sujeitas a arresto pelas autoridades tributárias em processos de cobrança de dívidas tributárias, o que enfraquece a segurança jurídica do instituto da garantia real, reduzindo a probabilidade de exercer a garantia em caso de inadimplência do devedor.

O efeito de fazer modificações incompletas, é obter resultados incompletos. Do ponto de vista do crédito, há um grande aumento da segurança jurídica das garantias reais, já que elas passaram a ter alguma prioridade no recebimento da massa falida, comparativamente à situação atual, onde raramente se lograva receber alguma coisa. No entanto, como essa segurança não se compara com a existente em outros países, por conta desse fator de risco, os juros e os riscos das operações de crédito com garantia real continuarão sendo maiores do que outros países.

Outro efeito provável associado a nova regra de prioridades na falência, é a disposição das instituições financeiras e do mercado de capitais ao avaliar e financiar novas empresas e projetos. Numa avaliação hipotética normal, em qualquer país, se as instituições financeiras considerarem adequado conceder um financiamento de até 80% do valor da garantia real, em função das novas regras de prioridade aprovadas, uma instituição brasileira dificilmente financiará mais de 40% do valor da mesma garantia. Afinal, se a empresa ou projeto

¹⁰ A demora e o mau funcionamento do sistema judiciário no Brasil favorece claramente os devedores em detrimento dos credores. O custo e a demora na execução de empréstimos e financiamentos não pagos pelos seus clientes, além de contribuir como um incentivo perverso à inadimplência, significam custos e riscos maiores das operações de crédito, quando comparados a outros países.

¹¹ Vide Nota nº 8.

fracassarem, além do pagamento prioritário dos trabalhadores, terá que dividir com o fisco o produto da venda dessa garantia real.

Outra consequência negativa gerada com a incerteza gerada pela prioridade do fisco foi a exclusão das operações com penhor de recebíveis da recuperação judicial. Como até o final da votação da nova legislação, a perspectiva era de não aprovação da quebra da prioridade do fisco, optou-se por suprimir as operações de descontos de duplicata e assemelhados (penhor de recebíveis) do alcance da recuperação judicial, inclusive para garantir o provimento de capital de giro a custo baixo para as empresas, principalmente para aquelas que apresentem algum tipo de dificuldade. O pior que poderia acontecer para uma empresa que enfrenta algum tipo de dificuldade financeira é ver cortado seu acesso a capital de giro. A exclusão formal destas operações do alcance da recuperação judicial teve por objetivo trazer maior tranquilidade quanto à manutenção do suprimento de capital de giro à empresas com eventuais dificuldades.

Para entender melhor a questão, é interessante observar o que ocorreria com o risco de crédito com o fim da figura da concordata e sua substituição pelo regime da recuperação judicial, caso não houvesse não houvesse mudança no Código Tributário. Hoje, formalmente, os créditos com garantia real não são alcançados pela concordata, que passariam a ser incluídos no processo de recuperação judicial. Na prática, como atualmente as instituições financeiras procuram executar seus créditos e garantias antes da decretação da falência, essa inclusão tenderia a reduzir a expectativa temporal de execução e, portanto, importando numa percepção maior de risco por parte das instituições financeiras, com reflexos negativos para a oferta de crédito e para os juros e *spreads* praticados.

Mas porque o risco bancário aumentaria no Brasil com a participação destas instituições na recuperação, enquanto o mesmo não ocorre em outros países? Será que a natureza avessa ao risco dos bancos brasileiros é maior do que a aversão existente nos bancos de outros países? Com certeza não. A diferença é que, no exterior, os bancos podem participar tranquilamente da recuperação, pois em caso de insucesso, como credores com garantia real, eles recebem a frente dos demais credores. No Brasil, ao contrário, no caso de insucesso, dada a prioridade dos créditos trabalhistas e fiscais, eles provavelmente não iriam receber nada. Nessa situação, caso não fosse mudada as regras de prioridade na falência, o melhor para eles seria “boicotar” a recuperação e continuar tentando receber seus créditos antes da eventual decretação da falência.

No entanto, como essa mudança não tinha o apoio do Poder Executivo, em função do receio quanto a seus efeitos sobre a arrecadação tributária, a inclusão dos créditos com garantia em recebíveis na recuperação judicial era uma preocupação muito importante. Isto porque tem aumentado de importância, na carteira das instituições financeiras, das operações de financiamento de capital de giro com garantia em recebíveis, cuja operação mais típica é o penhor em duplicatas¹². Apesar destas operações poderem facilmente ser “redesenhadas” em seu formato jurídico para não serem alcançadas pela recuperação judicial e eventual falência, na prática significariam um acréscimo de risco, já que estariam formalmente alcançadas pela nova legislação. Este aumento do risco poderia ter impactos negativos

¹² Ao invés do tradicional desconto de duplicatas, com cessão do título ao banco, tem sido cada vez mais comum a utilização de outras linhas de crédito (conta garantida, capital de giro, etc.) garantidas com o penhor das próprias duplicatas em cobrança.

sobre os juros bancários e, principalmente, sobre o acesso ao crédito de capital de giro para empresas vistas como apresentando algum tipo de dificuldade.

V.4 Conclusões

O Projeto Biolchi (PL 4.376/93) e as modificações esperadas no Código Tributário Nacional significam um saudável e importante passo no sentido de modernizar nosso sistema falimentar. Entre os tópicos da legislação aprovada, cabe destacar a importante modernização no tocante à recuperação de empresas e ao processo de venda de ativos de empresas falidas ou em dificuldade. Com a adoção do modelo do capítulo 11 da legislação norte-americana, passaremos a ter no Brasil um ambiente mais propício para a recuperação de empresas, que será mais transparente e negociada entre as partes, ajudada pelo fim da regra da sucessão tributária no caso da venda de ativos de empresas falidas ou em recuperação. As renegociações informais também serão facilitadas com a criação da figura da recuperação extrajudicial, já que a possibilidade de sua homologação judicial cria um incentivo a participação de todos os credores na negociação do acordo.

No tocante à falência propriamente dita, apesar da manutenção da prioridade aos créditos trabalhistas, a divisão da prioridade do fisco, na proporção de um para um, com os créditos com garantia real significa um grande avanço em termos de estímulo ao crédito e à eficiência dos processos falimentares. Relativamente à situação da atual legislação, dada essa maior proteção, espera-se que haja um maior interesse dos bancos e demais instituições em conceder empréstimos, bem como o interesse dessas instituições em acompanhar e monitorar empresas falidas ou em recuperação.

Referências

- Aghion., O.Hart e J.Moore (1992). “The Economics of Bankruptcy Reform,” *Journal of Law, Economics and Organization*, 8: 523-46.
- _____ (1995). “Insolvency Reform in the UK: A Revised Proposal”, *Insolvency Law & Practice*, 11:67-74.
- Araujo, A. (2001). *Working Paper 57*, Banco Central do Brasil.
- Araujo, A., M. Páscoa e J. P. Torres (2002). “Collateral Avoids Ponzi Schemes in Incomplete Markets”, *Econometrica*, May.
- Balz, Manfred. “Simplifying Bankruptcy”, Pré-Publicação.
- Bebchuck, L. A. (1988). “A New Approach to Corporate Reorganizations”, *Harvard Law Review*, 101:775-804.
- Bebchuck, L.A. e J.M. Fried (1996). “The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy”, *The Yale Law Journal*, 105:857-934.

- Bebchuk, Lucien A. (2001). "A New Approach to Valuing Secured Claims in Bankruptcy", *Working Paper 8276*, National Bureau of Economic Research.
- Bergoing, R., Kehoe, P., Kehoe, T. e Soto, R. "Decades Lost and Found: Chile and Mexico en the 1980s and 1990s", *Working Paper*.
- Bufford, H.S.L. (1994). "What is Right About Bankruptcy Law and Wrong about Its Critics", *Washington University Law Quarterly*, 72: 829-848.
- Baird, G. e Rasmussen, R. (2003). "The end of Bankruptcy", *Working Paper*.
- Dubey, P., J. Geanakoplos e M. Shubik (1989). "Liquidity and Bankruptcy with Incomplete Markets: Pure Exchange". Cowels Foundation Discussion Paper 900.
- Dubey, P., J. Geanakoplos e W. Zame (1995). "Default, Collateral, and Derivatives". Yale University, mimeo.
- Fletcher, I. F. (1994). "The Commentary on Aghion, Hart, and Moore, Improving Bankruptcy Procedure", *Washington University Law Quarterly*, 72: 879-881.
- Hart, O., R. La Porta Drago, F.Lopez-de-Silanes, e J.Moore (1997). "A New Bankruptcy Procedure that Uses Multiple Auctions", *European Economic Review*, 41:461-73.
- Hart, O. (2000). "Different Approaches to Bankruptcy". *Working Paper 7921*, National Bureau of Economic Research.
- La Porta, R., F.Lopez-de-Silanes, A. Shleifer e R. W. Vishny (1998). "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106:1113-55.
- Law Business Research (2003). "Insolvency & Restructuring 2003" – Getting the Deal Through series
- Pinheiro, Armando C. (2003). "Judiciário, Reforma e Economia: A Visão dos Magistrados", *Working Paper IDESP*.
- Rowat, M. e J.Astigarraga (1999). "Latin American Insolvency Systems: A Comparative Assessment", *World Bank Technical Paper* nº 433.
- Whitford, W. C. (1994). "What's Right About Chapter 11", *Washington University Law Quarterly*, 72: 1379-1406.
- World Bank (2001). "Principles and Guidelines for Effective Insolvency and Creditor Rights Systems"
- Zmuravsk, K. (2003). "Bankruptcy Around the World", *Working Paper*.