

UNIVERSIDADE
AUTÓNOMA
DE LISBOA



DEPARTAMENTO DE DIREITO

MESTRADO EM DIREITO

ESPECIALIDADE EM CIÊNCIAS JURÍDICAS

UNIVERSIDADE AUTÓNOMA DE LISBOA

“LUÍS DE CAMÕES”

**Titularização de créditos e Regime Fiscal: perspetivas e desafios em
Angola (tendo Portugal como referência)**

Dissertação para obtenção do grau de Mestre em Direito

Autora: Maria Felizbela Mavinga Puati

Orientador: Professor Doutor Diogo José Paredes Leite de Campos

Número da candidata: 30004654

Dezembro de 2024

Lisboa

Dedicatória

Dedico este trabalho primeiramente aos meus pais e aos meus irmãos que muito me têm apoiado e desde mais nova acreditaram, depositaram confiança e dedicação para que as minhas qualidades afluíssem. Em especial ao meu noivo que tem sido impulsionador do meu crescimento académico, profissional e espiritual, que sempre dedica tempo e paciência para o meu desenvolvimento pessoal. Dedico também ao meu eu futuro que por intermédio desta jornada colherá frutos grandiosos.

Agradecimentos

Agradeço à Deus primeiramente que é o meu sustento e durante toda a jornada de aprendizado deu-me forças para concluir com êxito todo o processo, pois sem a sua benevolência nada seria possível.

À minha família que constantemente relembra-me sobre o meu potencial e ensina-me que não devo desistir dos meus sonhos.

Ao meu Pai Celestino Antônio Puati que ensina aos seus filhos desde pequenos um lema que temos como orientação para as nossas vidas: “Deus, Família, Estudos e as outras coisas o Todo-poderoso acrescentará”. Que incansavelmente dedica literalmente toda a sua vida em prol da felicidade da família.

À minha querida, amada e amiga Mãe Margarida Puati que desde pequena ensinou-me o meu valor enquanto filha e a cada decisão a tomar, mostra-me o amor ao próximo, a honestidade, a perseverança e valência.

Aos meus queridos irmãos Anderson e Euclides que incansavelmente me têm apoiado e nos momentos mais difíceis e de tensão estão disponíveis para ouvir-me, dedicam paciência e amor constante.

Ao meu querido, amado Marido Anderson Fernandes e parceiro de aventuras que dedica tempo, paciência, amor, carinho e cuidado que tem incondicionalmente. Que em toda a nossa caminhada demonstra cumplicidade, sempre eleva as minhas valências e ampara-me nos momentos de maior dificuldade.

Aos meus sogros Maurício Fernandes e Isabel Melisa Sambo em especial ao meu sogro que descansa na Graça do Senhor e que cuidou de mim com muito carinho e atenção num momento delicado.

Ao meu querido Orientador Diogo Leite de Campos pelo carinho e atenção durante a minha jornada. Desejo eternamente um agradecimento especial e dizer que não sobram palavras para reconhecer a sabedoria, a grandeza e competência.

Obrigada!

Citação

“O sucesso não está no resultado. Está no processo, está na caminhada. Aproveite o processo”.

- Anderson Fernandes

Resumo

A presente investigação tem o seu alcance nos aspectos gerais e específicos do estudo sobre a titularização créditos, ou seja, o seu impacto na vida das pessoas e dos agentes económicos tendo em conta a evolução tecnológica e financeira que se vive. Partimos da análise da titularização que se estendeu à história que ocorreu em 2008, com a crise financeira que foi impulsionadora da queda do mercado financeiro e de capitais.

Fez-se uma análise minuciosa a nível interno e comunitário para percebermos a importância que este instituto apresenta, tendo em conta aos poderes detidos pelas instituições financeiras. Uma vez que a titularização de crédito pressupõe uma cessão, há a necessidade de a cedência recair na esfera jurídica de um veículo intermediador que tem a função de fazer uma retenção ou captação de ativos financeiros de forma segura e eficiente, o que causa uma maior promoção da liquidez do mercado financeiro.

Estendeu-se também para o estudo das formas ou alternativas utilizadas pelas instituições em caso de incumprimento do mútuo que é a base da titularização. Ou seja, estes incumprimentos que podem ser transformados ou convertidos em ativos financeiros, são denominados de créditos não-produtivos. Isto é, estes ativos são comercializados em bolsa para a mitigação do impacto negativo pelo incumprimento das obrigações dos devedores.

Trouxemos uma abordagem a nível de direito comparado do mercado financeiro, em especial da titularização de créditos, entre Angola e Portugal, com um foco no regime fiscal que tem levantado inúmeros debates devido à sensibilidade do tema. Ou seja, em Portugal a doutrina e a jurisprudência divergem em matérias como a forma de aplicação da retenção na fonte em caso de cedência de crédito, isto é, se deve existir ou não e a quem recai esta tributação na transferência.

Abordou-se também o impacto que os juros negativos apresentam para os investimentos financeiros e verificamos que o cenário que prevalece em Angola é o de juros positivos devido as situações de instabilidade económica, o que causa de certa forma, um risco de investimentos. Porém, para colmatar estas situações, analisamos algumas possibilidades e métodos de investimentos que se ajustam ao cenário financeiro de Angola, de forma a dinamizar a economia e promover um crescimento sistemático e sustentável da vida das famílias.

Palavras-Chave: Cessão de crédito, Titularização De Crédito, Créditos Futuros, Veículo De Propósito Específico

ABSTRACT

This research covers the general and specific aspects of the study on the securitization of assets and credits, that is, its impact on the lives of people and economic agents, taking into account the technological and financial evolution that we are experiencing. We start from the analysis of securitization that extended to the history that occurred in 2008 with the episode of the financial crisis that was the driving force behind the fall of the financial and capital markets.

A detailed analysis was carried out at internal and community level to understand the impact that this institute has, taking into account the powers held by financial institutions. Since the credit securitization rule presupposes an assignment, there is a need for the assignment to fall within the legal sphere of an intermediary vehicle that has the function of retaining or capturing financial assets in a safe and efficient manner, which causes greater promotion of liquidity in the financial market.

It also extended to the study of the forms or alternatives used by institutions in the event of default on the loan that is the basis of securitization. In other words, these defaults that can be transformed or converted into financial assets are called non-performing credits. In other words, these assets are traded on the stock exchange to mitigate the negative impact of debtors failing to fulfill their obligations.

We brought an approach at the level of comparative law of the financial market, especially the securitization of credits between Angola and Portugal, specifically with a focus on the tax regime that has raised numerous debates due to the sensitivity of the topic. In other words, in Portugal, doctrine and case law differ on issues such as how to apply withholding tax in the event of a credit transfer, i.e. whether or not it should exist and who is subject to this taxation upon transfer.

The impact that negative interest rates have on financial investments was also discussed and we found that the prevailing scenario in Angola is one of positive interest rates due to situations of economic instability, which, to a certain extent, causes an investment risk. However, to overcome these situations, we analyze some investment possibilities and methods that fit Angola's financial scenario, in order to boost the economy and promote systematic and sustainable growth in the economy and family life.

keywords: Credit Assignment, Credit Securitization, Future Credits, Special Purpose Vehicle

Lista de Abreviaturas e Siglas

Art. - Artigo

BC- Banco Central

BCE- Banco Central Europeu

BP- Banco de Portugal

BODIVA- Bolsa de Dívidas e Valores de Angola

CIRC- Código sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

CIRE- Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas

CRP- Constituição da República Portuguesa

DPI- Direitos de Propriedade Intelectual

BC- Banco Central

BCE- Banco Central Europeu

BP- Banco de Portugal

CC- Código Civil

DL- Decreto Lei

IAC- Imposto sobre Aplicação de Capitais

N.º- Número

NPLs- Non Performing Loans

OIC- Organismo de Investimento Coletivo

PI- Propriedade Intelectual

SPV- Special purpose vehicle

SS- Seguintes

STS- Simple, Transparent and Standardised (Simples, Transparente e Padronizado)

UE- União Europeia

Introdução, Objeto e Método

A presente investigação centra-se no estudo da problemática em volta do instituto da titularização de créditos, em especial nas relações decorrentes da cessão de crédito futuros e da forma de tributação desta figura, uma vez que o tema em debate tem vindo a ser muito discutido pela sensibilidade que apresenta.

A evolução tecnológica e social dos estados tem vindo a demonstrar um grande crescimento, tanto da diversidade de investimento, quanto dos mecanismos de proteção dos mesmos de forma a afastar-se o enredo que foi a crise financeira sentida em diversos países.

As instituições financeiras, os bancos em especial, são entidades que detêm as regras do jogo a nível financeiro, pelo que assumem a figura de intermediários no que respeita à titularização de créditos. Neste sentido, tendo em conta esta característica de dominadores do mercado, as suas atuações quer sejam positivas ou negativas, impactam a vida das famílias e o crescimento dos agentes económicos.

Desta feita, vários são os problemas que se levantam em volta do nosso estudo, prende-se com o impacto negativo da falta de um regime fiscal em Angola aplicável a estas operações. Isto é, considerando os factores de risco e a qualidade do crédito, procuramos perceber como é que este instrumento pode ser utilizado no mercado angolano tendo como base o contexto português que, por sua vez, apresenta uma estrutura mais sólida.

Tanto Portugal quanto Angola assistiram a episódios mais difíceis no mercado económico e financeiro e, nestes cenários, as instituições financeiras procuraram métodos de reverter estes quadros, para que haja um sistema de maior liquidez e uma diversificação dos mútuos, como se verificou por exemplo, após a crise do *subprime* que foi um dos maiores embates económicos.

O factor da cedência dos créditos em caso de insolvência do originador apresenta desafios que embora a lei estabeleça um caminho a seguir, há autores que discordam desta ideologia normativa. Ou seja, um dos pontos que se levanta é saber se os níveis de transparência das operações em relação à própria cedência num cenário de créditos

futuros, como ficam estes créditos em caso de insolvência do originador e se este episódio poderá ou não impactar negativamente a confiança dos investidores e do público em geral.

Os riscos de investimentos impactam a estabilidade financeira das entidades envolvidas e um sistema bem estruturado com custos de transação baixos, é considerado um mecanismo que reflete maior satisfação aos interessados, tendo sempre em consideração que a manifestação da vontade dos investidores parte da maximização da sua utilidade ou satisfação.

Portanto, os benefícios e desafios que este instrumento apresenta são diversos. Uma das vantagens de aplicação das operações de titularização prende-se com a redução dos riscos de crédito, sendo que os recebíveis podem ser de diversos tipos e formas, acarretam maiores atrações aos investidores e aos cedentes, uma maior segurança perante o caso de inadimplência.

No primeiro capítulo procuramos desenvolver os conceitos gerais e o processo das operações de titularização. No segundo momento o nosso estudo centrou-se na análise dos problemas ligados à tributação destas operações. E por final, o terceiro momento prendeu-se no estudo da cessão de créditos e do seu impacto.

Objectivo Geral

Procuramos perceber o impacto da titularização de créditos (e de bens), e do alcance (positivo ou negativo) que apresenta tanto no contexto angolano quanto no contexto português, numa relação de direito comparado.

Objectivos Secundários

- Analisar as consequências e desafios a nível jurídico da titularização de créditos futuros e a gestão de risco das instituições financeiras para mitigar a afetação do crédito.

- Analisar a nível de direito comparado os diversos entendimentos sobre o regime tributário das operações de titularização e a sua aplicação em alguns países com base nos pressupostos de evolução do mercado financeiro, a afetação e a dinâmica das instituições financeiras em especial dos SPV's.

-Analisar como a titularização pode causar impacto na liquidez do mercado financeiro tendo em conta a necessidade da estabilidade económica e jurídica.

- Analisar como as moedas digitais e a *blockchain* apresentam uma função inovadora em relação à segurança, à facilidade de atuação no mercado, tendo em conta os desafios que poderão suscitar quanto à sua regulamentação e o impacto nas operações de titularização.

-Analisar o impacto dos juros negativos na economia e nos investimentos financeiros.

-Analisar o alcance dos créditos futuros, em especial da expectativa jurídica.

A metodologia aplicada incidirá sobre a análise de Jurisprudências e leis aplicáveis ao nosso estudo.

Em relação aos métodos de abordagem e de procedimento que foram utilizados para a investigação são os seguintes:

-Método dedutivo: como ponto de partida da nossa investigação, procuramos trazer a análise de diversas teorias para chegarmos ao cerne do debate, aplicando os fundamentos do Silogismo Jurídico.

-Método dialético: procuramos trazer ao debate os entendimentos da jurisprudência e da doutrina, tendo sempre em consideração os alvos principais.

-Método histórico: procurou-se destacar os principais aspectos históricos decorrentes das atividades financeiras.

-Método comparativo: fez-se um estudo das formas de aplicação dos diferentes países e de diferentes ordenamentos jurídicos.

Nestes termos, nas páginas que se seguem estão pronunciadas tudo quanto foi mencionado nesta introdução.

Índice

Dedicatória.....	2
Agradecimentos	3
Resumo	5
ABSTRACT	6
Lista de Abreviaturas e Siglas	8
Introdução, Objeto e Método.....	9
Capítulo I- Fundamentos e o Processo da Titularização de Créditos	13
1.1 Conceito e aplicações práticas da titularização	13
1.1.1.1 A crise financeira de 2008 (a bolha imobiliária)	18
1.1.2 Análise comparativa de mercados: Estados Unidos da América, Europa e Angola	22
1.1.3 Mecanismo de financiamento estruturado	30
1.2 Estrutura de proteção dos investidores e os mecanismos de defesa	33
1.3 Tipos de titularização: titularização tradicional e futura	35
1.3.1 Características e inovações da titularização	37
1.3.1.2 titularização de créditos alternativos e exóticos	40
1.3.2 O papel dos derivados no contexto da titularização de créditos	46
1.4 Estruturas legais e avaliação para os títulos	47
1.4.1 Implicações económicas	49
1.4.2 Avaliação de riscos e oportunidades	51
1.5 Operações “open market”: Operações “overnight” e direito à informação	54
Capítulo II- A Problemática do regime fiscal em Angola e em Portugal.....	57
2.1 Regime fiscal da titularização de créditos futuros e o planeamento fiscal	57
2.2 Posição adoptada (Portugal)	69
Capítulo III - Aspectos Jurídicos da Cessão de Créditos.....	70
3.1 Cessão de créditos: aspectos gerais	70
3.1.1 Tipos de créditos e enquadramento legal	71

3.2 A Cessão de créditos futuros: procedimentos e a problemática jurídica	72
3.2.1 A venda de créditos futuros (expectativas).....	75
3.3 Cedente e cessionário: funções e interações	79
3.3.1 Entidade cessionária- Veículo intermediário (SPV).....	81
3.3.2 Considerações sobre a Insolvência do Cedente	83
3.3.3 Mecanismos de Proteção para os Cessionários	87
4. Juros negativos	89
Considerações Finais	95
Referências Bibliográficas.....	98

Capítulo I- Fundamentos e o Processo da Titularização de Créditos

1.1 Conceito e aplicações práticas da titularização

A operação de titularização de créditos, representa uma atividade que, tendo-se por base um empréstimo financeiro (mútuo), efetua-se uma cessão deste crédito que posteriormente será transacionado no mercado de capitais em forma de obrigações para os investidores receberem estes juros pelo investimento feito, a partir do pagamento do financiamento (os juros) que foi efetuado no momento inicial.

O instituto da titularização apresenta um impacto significativo, ao longo dos anos, nos mercados de capitais e financeiros. Desde a sua implementação, a titularização tem construído mecanismos e instrumentos de proliferação do portfólio da dívida pública de vários países, de créditos, obrigações e os demais ativos com incidência eficiente nos mercados.

Com o avanço tecnológico e a correspondente dinâmica das sociedades, houve uma transformação do cenário das instituições financeiras e com isto foi criado um instrumento dinamizador que serve tanto para a economia como para as finanças e o mercado de capitais. Isto é, por intermédio de ativos que as instituições financeiras detêm, uma vez que no caso da América a realidade diverge pelo facto de utilizarem também um instrumento denominado “*trust*”. Estes instrumentos contribuem para a dinamização do património das famílias e dos agentes económicos.

À medida em que a globalização sofreu mutações, as instituições criaram mecanismos em que a titularização foi um instrumento crucial, o que fez com que as instituições financeiras tivessem um aumento significativo nas suas atividades e por outro lado implicações, como o risco associado devido à estabilidade do mercado financeiro e de capitais.

Por conseguinte, a titularização ou *securitisation* é um mecanismo que outrora foi considerado como um meio que trazia estabilidade dos sistemas financeiros de forma a proporcionar uma redistribuição do risco de forma eficaz. O seu surgimento suscitou um desenvolvimento que incluem os bancos comerciais, os investidores, reguladores e o

governo e estes concebiam a ideia de que este instrumento trouxe melhoria no desenvolvimento e funcionamento das instituições financeiras, nomeadamente os bancos.

Nestes termos, o seu desenvolvimento intensivo e extensivo¹ como consideram Diogo Leite de Campos, Isabel Vaconcelos e Cláudia Saavedra, prende-se com o facto de embora tenha havido fragilidades no processo da titularização, se apresentam também, por outro lado, benefícios eficientes para a dinamização do mercado. Por estes motivos, a crise instaurada em 2008 trouxe políticas mais elaboradas e potenciais, de forma a garantir que a titularização transcenda os seus desafios e que os riscos associados não sejam superiores aos benefícios esperados, tanto a nível das instituições financeiras como para o mercado em geral.

Neste sentido, os bancos beneficiam-se da titularização para mitigar os riscos dos créditos concedidos, através de ativos ilíquidos em títulos transacionáveis. Deste modo, a titularização permitiu promover um mecanismo em que os bancos alteram as suas funções de credor tradicional, para originadores, ou seja, os bancos concedem os empréstimos aos devedores, e estes são convertidos em ativos financeiros com a finalidade de serem titularizados. Isto é, o surgimento da titularização permitiu que os bancos, em relação aos empréstimos hipotecários, pudessem acelerá-los e com isto gerar diversas comissões e rendimentos, sem prejuízo do devido cumprimento dos requisitos de capitais.

Podemos ainda defini-la como sendo um processo pelo qual existe um intermediário financeiro em que este detém ativos financeiros e os transforma em títulos que podem ser transacionados no mercado, em que o beneficiário desta alocação deixa de ser a entidade que detinha o empréstimo (o banco) e passam a ser das sociedades competentes para a titularização.

Existem dois veículos de titularização de crédito em Portugal: as sociedades e os fundos de titularização, em que estes instrumentos têm como função *sine qua non* executar estratégias de titularização, isto é, transformam ou convertem os ativos líquidos

¹ CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; PINTO, Cláudia Saavedra- A Titularização de Créditos. In Créditos Futuros, Titularização e Regime Fiscal. [s.l]: Almedina, 2.^a Ed., 2024. p. 17.

em títulos mobiliários. Quer isto dizer que estes veículos (SPV-*Special Purpose Vehicle*) são legalmente autorizados a realizar projetos de financiamento.

Por estes motivos, a titularização tem crescido e sendo praticada em grande escala em diversos países assim como em mercados emergentes, por outro lado, apresenta uma relevância a nível dos mercados de mútuos hipotecários, isto é, o mecanismo da titularização apresenta um elemento caracterizador que é o de gerenciar os riscos para o banco, o que faz com que haja a possibilidade de escolha de meios e estruturas de capitais mais impulsionadoras para o afastamento de externalidades negativas.

Partindo do pressuposto de que a titularização se dá por meio de uma concessão de crédito, vamos centrar-nos na qualidade de o banco ser entidade cedente. Portanto, sendo o banco a instituição principal e esta concessão advir de um empréstimo bancário, interessa trazermos à colação algumas considerações sobre o mútuo bancário. Segundo João Santos Carvalho «podemos designar de contratos de crédito bancário, [...] todos aqueles negócios que têm por objeto a prestação de dinheiro ou disponibilidades monetárias pelos bancos aos seus clientes. [...] assume em especial posição o mútuo bancário, enquanto figura matriz do crédito bancário²».

António Pedro Ferreira considera que «a ideia de crédito traduz a troca de uma prestação actual pela promessa de uma contraprestação futura, geralmente a troco de uma remuneração³». O mútuo enquanto figura jurídica é definido desde logo pelo art. 1142.º do Código Civil e este por sua vez a lei exige forma escrita e por escritura pública ou documento particular autenticado aos empréstimos superiores a €25.000,00 (vinte e cinco mil euros), sem afastarmos também o regime do mútuo mercantil nos termos dos art. 394.º e seguintes do Código Comercial.

O mútuo bancário que é figura a que iremos restringir-nos, segundo o autor «[...] é [...] um empréstimo de dinheiro, de natureza comercial e obrigatoriamente sujeito a remuneração, constituindo alguns dos aspectos que à figura dizem respeito objecto de

² CARVALHO, João Santos- Contextualização normativa: o mútuo bancário, enquanto arquétipo do crédito bancário, e a convenção de juros. In A (Hipoteca) Remuneração do Mutuário: efeitos das taxas de juro de referência negativas em contratos de crédito bancário. [s.l.]: Almedina, 2018. p. 24.

³ FERREIRA, António Pedro A.- As Operações Activas. In Direito Bancário. Lisboa: Quis Juris, 2.ª Ed., 2009. p. 685.

regulamentação específica⁴». Nesta matéria João Santos Carvalho considera que mútuo bancário «é tipicamente oneroso, importando, por regra o vencimento de juros⁵».

Ata Can Bertay, Di Gong e Wolf Wagner consideram que «em particular, os bancos, que tendem a securitizar, tornam-se menos expostos ao risco do tomador, o que prejudica seus incentivos para triagem e monitoramento. Isso pode resultar em empréstimos de menor qualidade e corrói os benefícios da intermediação - em relação ao financiamento de mercado⁶». Quer isto dizer que se os bancos que realizam estas operações de titularização não poderem ter acesso após a cedência, não há como avaliar os riscos acrescidos, o que os torna uma entidade com valores questionáveis.

Nesta ordem de ideias, Diogo Leite de Campos, Isabel Vasconcelos e Cláudia Saavedra consideram que o instrumento chave da titularização centra-se na «[...] conexão – esta liga os mercados de capitais aos mercados das finanças domésticas, à banca, aos seguros, às participações privadas, etc [...]»⁷. Nesta perspectiva podemos considerar que a titularização foi instituída como um mecanismo que pode ser adaptado pelas pessoas que apresentem um conjunto de requisitos, como por exemplo, a qualidade do ativo, a correspondente diversificação económica e a liquidez do mercado.

Assim, houve a necessidade de um enquadramento jurídico da titularização por intermédio de leis, sofrendo assim inúmeras alterações ao longo dos anos, desde logo tendo o seu primeiro enquadramento legislativo pelo Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de novembro que foi o ponto de partida para as subseqüentes versões.

Posteriormente surgiu o DL n.º 303/2003, de 5 de dezembro, o DL n.º 52/2006, de 15 de março, pelo DL n.º 211-A/2008, de 3 de novembro, o DL n.º 82/2002, de 5 de abril que regulava os requisitos para capitalização e os problemas relativos à assimetria existente e muitas outras alterações como a Lei n.º 69/2019, de 28 de agosto, o DL n.º

⁴ FERREIRA, António Pedro A., *ob. cit.*, p. 690.

⁵ CARVALHO, João Santos, *ob. cit.*, p. 26.

⁶ BERTAY, Ata Can; GONG, Di; WAGNER, Wolf, “Securitization and Economic Activity: The Credit Composition Channel”, *Journal of Financial Stability*, Vol. 28 (Feb. 2017), p. 227.

⁷ CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; PINTO, Cláudia Saavedra, *ob. cit.*, p. 18.

114/2019, de 23 de setembro e atualmente, temos a versão legislativa respaldada pela Lei da Titularização n.º 25/2020, de 07 de julho.

Todavia, o Regulamento (UE) 2017/2402, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de dezembro de 2017, aprovou a denominada titularização STS (*simple, transparent and standardised*) que significa simples, transparente e padronizado e verifica-se no enunciado dos diplomas vigentes com as alterações no art. 3.º, n.º 3, al. c e d, da Lei 69/2019, de 28 de agosto, embora a Lei não descreva diretamente a sua definição. O DL 453/99, de 5 de novembro definia também o conceito deste regime e abria ainda a possibilidade de se integrarem outras pessoas coletivas desde que a situação financeira seja devidamente acompanhada e reúnam determinadas condições.

Estes ativos apresentam uma diferença entre os títulos clássicos transacionados nos mercados de capitais. Ou seja, «estes ativos mobiliários encontram-se garantidos por ativos – baseiam-se num mero ativo ou conjunto de ativos e assentam num crédito sobre um ativo que lhe serve de base⁸», tal como consideram os autores. Um dos diversos aspectos que os distingue prende-se também com o seu próprio processo, embora a finalidade seja a de serem transacionados no mercado de capitais.

Com isto, as operações de titularização, implicam uma cessão de créditos (um responsável pela sua preservação e instrumento de transformação para um ativo), a gestão dos bens ou ativos e a devida transformação em valores mobiliários nos mercados de capitais. Este processo, para muitos, apresenta uma complexidade devida aos diferentes tipos de instrumentos que podem ser transformados em ativos financeiros.

A cessão de créditos apresenta um elemento fundamental da titularização, ou seja, esta figura dá-se por meio de uma transferência de bens ou ativos que são transformados em títulos ou valores mobiliários respeitando sempre os requisitos estabelecidos por lei, afastando deste modo, os títulos tradicionais, por estes não poderem ser transferidos por concessão de crédito. Portanto, a análise da titularização de créditos prende-se na cessão de créditos e não em títulos que têm por base um meio de transferência diversa.

Com base nas ilustrações acima referidas, podemos considerar que a cessão de créditos é a fase inicial da titularização, como se verifica na lei da titularização, desde

⁸ CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; Pinto, Cláudia Saavedra, *ob. cit.*, p. 20.

logo no seu preâmbulo «[...] relativamente ao sector segurador, atenta a específica natureza da actividade e as soluções adoptadas em outros países, delimita-se o universo de créditos que podem ser objecto de cessão no âmbito de operações de titularização⁹».

Tendo em conta as implicações positivas da adopção deste instrumento, é fundamental percebermos quais são as motivações que as instituições financeiras e os investidores a recorrerem. Por um lado, podemos verificar que as instituições financeiras adoptam este instrumento devido a gestão de risco, a própria diversificação de investimentos e os benefícios ligados à liquidez e a transferência de riscos. No lado dos investidores, a titularização de créditos permite que este não seja afetado pelos riscos de forma agressiva e insustentável.

1.1.1.1 A crise financeira de 2008 (a bolha imobiliária)

O evento que ocorreu e transformou o mundo financeiro e económico a nível global é frequentemente associado ao fenómeno que foi a bolha imobiliária dos Estados Unidos da América propriamente em *Wall Street*. As inovações para o devido avanço do mercado e os empréstimos concedidos de forma descontrolada, causaram uma alteração das circunstâncias de forma trágica que cominou na tão conhecida crise financeira em 2008 ou a crise do *subprime*¹⁰.

Por conseguinte, a crise trouxe à colação situações consideradas pouco irreversíveis e insustentáveis, pois ela afetou não somente o nível de crescimento económico das famílias e das empresas, mas também um nível elevado de escassez a no contexto global. A afetação do mercado internacional tanto do monetário quanto do mercado de créditos e as negociações em bolsas de valores, trouxe um recuo da economia e uma dificuldade extrema de estabilidade financeira.

Com a forte especulação do mercado, a política monetária tornou-se frágil ao ponto de ser considerada como um sistema de risco extremo. Vamos centrar-nos nos aspectos mais relevantes. Começando pela política de taxas de juro baixas que causou um

⁹ Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de Novembro

¹⁰ O subprime refere-se a concessão de empréstimos a pessoas ou entidades com um risco de crédito elevado.

incentivo considerável da procura e concessão de créditos e consequentemente a compra de imóveis, foram marcos que contribuíram para a denominada bolha imobiliária.

Relativamente às falhas de mercado causadas pelas inovações, como por exemplo a titularização e os derivados, estes instrumentos, sem o devido estudo de mercado e de avaliação do impacto económico e financeiro das instituições, causam externalidades negativas relativamente aos riscos, tal como foi o caso dos EUA que cominou nesta crise financeira.

Verifica-se também que a falta de transparência e de compreensão destes instrumentos, causaram complexidades e dificuldades para uma avaliação dos riscos de forma precisa, bem como a exacerbação da proliferação de políticas governamentais que se tornaram insustentáveis através de concessão de títulos hipotecários de um nível de risco elevado. Portanto, todas estas situações trouxeram danos às instituições financeiras como as insolvências.

Para a mitigação desta situação, foram apresentadas propostas governamentais para uma maior estabilização do mercado hipotecário, como o caso da *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), a fim de apaziguar todos os casos de créditos que estavam em incumprimento, para que se evitasse que os imóveis fossem penhorados.

Desta feita, com base nos prejuízos causados pela concessão de empréstimos de qualidade de crédito baixa por parte dos bancos e a falta de avaliação precisa das instituições financeiras para um reajuste do perfil de risco dos créditos e dos mutuários em que houve transferência para os investidores terceiros, estes factores contribuíram para que a titularização de créditos sofresse ou conduzisse as suas operações a situações de falhas de mercado como o risco moral e a seleção adversa.

O risco moral nesta situação advém do facto de se tratar de uma das partes desta operação (em particular os bancos) praticar atos que irão afetar de forma positiva ou negativa o resultado esperado e por outro lado a outra parte não tem o mesmo acesso. No caso da seleção adversa, esta tem mais impacto devido ao poder de informação sobre a qualidade e o valor das operações realizadas que pode ser usada de forma prejudicial ou positiva.

Isto é, tendo em conta aos episódios de avaliação do risco e da qualidade do crédito, houve uma baixa informação por parte dos bancos (embora tenham mais informações em relação aos investidores ou devedores), falta de transparência e assimetria de informação que, contribuíram para o colapso.

Neste sentido, Anna J. Schwartz considera que face aos episódios ocorridos e que podemos trazer à colação em gesto de reflexão e de exortação, «a perda de capital de bancos e de outras empresas financeiras ainda tem de ser tratada. As empresas insolventes não devem ser recapitalizadas com fundos dos contribuintes. Um procedimento sistemático para examinar as carteiras destas instituições precisa ser seguido para identificar quais são os insolventes¹¹».

A crise do *subprime* revelou vulnerabilidades e instabilidades da economia global, o que fez com que houvesse maior e especial atenção às políticas económicas e a devida regulamentação financeira a fim de afastar os riscos e proteger tanto os investidores como os operadores, de situações descontroláveis e insustentáveis. Além disto, houve um número elevado de desemprego o que fez com que deixasse de ser apenas uma crise financeira e passou a ser de igual modo económica.

Apesar dos elevados números de aderentes à solicitação e concessões de créditos, verifica-se uma grande perda de confiança por parte das instituições financeiras, causado pelo impacto e os efeitos negativos da crise e que tem perdurado até aos dias de hoje. Portanto, este episódio é regularmente associado à noção ou a situações de incumprimento, devido ao facto de o cumprimento das obrigações e a própria honra estar relacionado à capacidade financeira (taxa de esforço) e no que respeita às empresas, a liquidez de baixa dimensão causa uma baixa capacidade de cumprimento das obrigações.

Em especial, e em particular no contexto europeu, a crise económica de 2008 trouxe um retrocesso do modelo financeiro global e originou em grande escala situações de dificuldade de financiamento dos estados-membros da União Europeia para permitir

¹¹ SCHWARTZ, Anna J., “Origins of the Financial Market Crisis of 2008”, *Cato Journal*, Vol. 29, N. ° 1 (2009), p. 23.

um desenvolvimento do sector de forma mais segura. Criou-se um instrumento de política monetária e económica denominada União Bancária ou *Single Rulebook* que tem como principal objetivo elevar a eficiência do mercado e evitar os custos de transação entre os estados-membros da UE, de forma a garantir uma maior estabilidade regulatória e financeira.

A *Single Rulebook* apresenta 3 grandes pilares: o mecanismo único de supervisão, o mecanismo único de resolução e o sistema europeu de seguro de depósitos ou sistema comum de garantia de depósitos. O primeiro tem como base legal o Regulamento (UE) n.º 1024/2013 do Conselho, de 15 de Outubro de 2013 e o Regulamento (UE) n.º 468/2014 do BCE, de 16 de abril de 2014, que integra o Banco Central Europeu (BCE) e as autoridades nacionais com legitimidade dos estados-membros (no caso de Portugal tem como competência o Banco de Portugal) e tem como fundamento «assegurar a segurança e solidez do sector bancário europeu e aumentar a integração e a estabilidade financeira¹²» tal como considera António Pedro Ferreira.

O mecanismo único de resolução tem como objetivo garantir uma resolução dos bancos em risco de insolvência sem que haja prejuízos para os consumidores e consequentemente uma volubilidade financeira. Ou seja, este instrumento permite que haja uma proteção sistémica das atuações dos bancos perante o interesse público. Este mecanismo é regulado pela Directiva n.º 2014/59/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014 e pelo Regulamento Delegado (UE) 2015/63 da Comissão, de 21 de outubro de 2014

Em relação ao sistema europeu de seguro de depósitos, este instrumento em Portugal é utilizado, porém, com determinados requisitos, como veremos mais adiante. Todavia, este instrumento tem como fundamento evitar as eventuais situações semelhantes ao que aconteceu no episódio da crise financeira de 2008 o que faria com que a liquidez do sistema bancário diminuísse de forma considerável devido a alta procura de depósitos.

¹² António Pedro Ferreira, *A Estrutura Jurídico-Bancária Vigente*, s.l., s.a (polic.), p. 67.

É um instrumento que faz aumentar na esfera do consumidor uma maior confiança das instituições financeiras. O que se pretende com este sistema ou mecanismo é afastar os riscos decorrentes das aplicações financeiras e a proteção destas possui um limite atualmente de depósitos até 100.000,00€ (cem mil euros) em Portugal, para uma devida à proteção.

Sendo assim, o *subprime* teve um grande impacto no mercado americano, pelo que a titularização ou securitização foi apontada como um dos factores principais para a crise financeira de 2008, o que fez com que este instrumento contribuisse para um aumento significativo de financiamentos. Com a facilidade de obtenção de créditos para habitação, este episódio causou um aumento no valor dos imóveis o que fez com as concessões fossem subindo e de forma atrativa para que os consumidores aderissem com propostas de juros baixos nos primeiros meses o que fazia aumentar o risco do cumprimento do crédito.

1.1.2 Análise comparativa de mercados: Estados Unidos da América, Europa e Angola

A) Estados Unidos da América

A titularização no mercado dos Estados Unidos da América, como forma de partilha de riscos e a redução de custos de financiamentos, surge no início da década de 80, tendo como objecto hipotecas residenciais para o desenvolvimento de agregação de créditos bancários. Desde então, a titularização foi praticada maioritariamente pelos bancos e, com isto, forneciam investimentos aos veículos de finalidade especial.

Quer isto dizer que, os empréstimos eram mais procurados por pessoas de pequena e/ou médio capital, pois havia pouca informação sobre esta técnica, o que fez com que posteriormente fosse criada outra figura ou instrumento de titularização como as obrigações de dívida colateralizada.

Uma outra realidade verificada é a implementação do *yeld spread* ou *high yeld*, que se traduz no pagamento de grandes rendimentos através de títulos. Ou seja, este produto indica os riscos dos diversos investimentos de forma a avaliar se os ativos são atrativos

ou não. Quer isto dizer que, quanto maior for o risco assumido por um investidor, maior será o seu retorno de compensação, ou seja, o prémio de risco.

Imaginemos que estamos diante de um título de tesouro com um rendimento de 3% e por outro lado bónus de investimentos com um rendimento de 7%, o *yeld spread* entre estes dois investimentos é de 4%, o que significa que apesar do risco elevado, os investidores estarão dispostos a aceitar um maior risco em benefício de uma compensação mais atrativa.

Nesta senda, Calvão da Silva considera que estes instrumentos de titularização utilizada nos EUA a *pass-thorough*, a *pay-through* e a *collateralized mortgage obligation*, em que o primeiro refere-se a uma situação em que «os subscritores dos títulos tornam-se proprietários (por quota) dos créditos adquiridos ao cedente (*Originator*) e objecto de securitização pelo cessionário¹³».

Segundo o Autor, a figura da titularização pode ser considerada como um mecanismo em que «[...] os créditos cedidos permanecem na titularidade do cessionário/emittente de títulos – e no correspondente balanço –, recebendo os subscritores destes tão-somente direitos de crédito¹⁴». A terceira figura o autor considera ser um instrumento de «[...] obrigações amortizáveis periodicamente, oferecendo modalidades várias de vencimentos e mais protecção contra o risco de reembolso antecipado¹⁵».

O mercado americano apresenta vários modelos de titularização, tais como: as titularizações de crédito hipotecário, isto é, os denominados Contratos Garantidos por Hipoteca ou *Mortgage-Backed Securities* (MBS) que são os mais aplicados no mercado português. Existem também os Títulos Lastreados em Ativos ou *Asset-Backed Securities* (ABS) que podem ser cartões de crédito, leasing de veículos, entre outros, são considerados ativos financeiros e os seus fluxos de caixa serão utilizados para efectuar-se os pagamentos dos investidores.

¹³ SILVA, João Calvão- Securitização ou Titularização de Créditos: Origem, Evolução e Perspectivas. In Titularização de Créditos. [s.l]: Almedina, 2.^a Ed., 2005, p. 16.

¹⁴ SILVA, João Calvão, *ob. cit.*, p. 17.

¹⁵ SILVA, João Calvão, *ob. cit.*, p. 18.

Existe também as Obrigações de Empréstimos Colateralizados ou *Collateralized Loan Obligations* (CLOs) que são frequentemente empréstimos colateralizados de empresas, ou seja, são asseguradas pelos ativos ou bens da própria empresa e em caso de insolvência, estas apresentam uma prioridade de pagamento ou liquidação em relação às dívidas não asseguradas. Muitas vezes incluem também os ABS.

B) Europa

Ao contrário do que se verifica no contexto americano, na Europa verifica-se uma estrutura de titularização bastante relevante para o funcionamento da atividade económica e financeira, existindo, pois, uma grande diferença em relação à realidade americana. O que diverge estas duas realidades é o facto de que na perspectiva europeia verifica-se o mecanismo da SPV, isto é, o SPV é o responsável por emitir títulos e colocá-los à disposição no mercado de capitais os para investidores, enquanto nos EUA pode ser utilizada a figura do *trust*.

Portanto, podemos dizer que os SPV (que podem ser fundos ou sociedades de titularização de crédito em Portugal), encontra-se vinculada à lei comercial como outras entidades de cariz comercial e apresenta, por outro lado, benefícios fiscais como determinadas isenções. Em certos países como a Bélgica, a Itália e o Reino Unido, verificamos a existência da figura dos SPV, embora na realidade inglesa devido à sua afinidade à *common law*, o instituto da titularização tem a sua génese na figura do *trust*.

É certo que o impacto da titularização para a redução do risco dos intermediários financeiros (bancos) é estabelecido por um critério em que o originador (banco) utiliza a titularização como fonte de diversificação de financiamento de ativos e coloca a disposição para transação no mercado de capitais, pelo que estas podem ser consideradas seguras, transparentes e confiáveis, com base na legislação que assegura a eficiência e segurança jurídica deste instrumento.

Por estes motivos e as complexidades existentes como a morosidade, os custos, o próprio processo, o cumprimento dos requisitos formais exigidos, a União Europeia tem procurado mecanismos mais adequados, eficientes, uma proteção dos intervenientes e uma harmonização dos regulamentos europeus que com a crise financeira de 2008, tem-

se implementado regulamentos para os mercados financeiros e os de capitais, criando assim uma União Bancária e uma União do Mercado de Capitais.

No entanto, foi criado o Regulamento (UE) n.º 2017/2402 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de dezembro de 2017 o denominado “Regulamento da Titularização” que foi crucial para uma unificação e regulamentação da titularização, pois havia uma dificuldade para prevenir e proteger os riscos associados, o que fez com que houvesse uma reforma para colmatar a necessidade de se criar um Regulamento.

Portanto, este Regulamento introduziu determinadas figuras como a STS (simples, transparentes e padronizadas) que estabelece um critério mais abrangente de estruturas simples e com ativos transparentes, sem se esquecer da devida previsão de riscos e desempenhos associados, tal faz com que a figura da STS torne o mercado de titularização mais confiável e capaz de desempenhar as devidas tarefas de alocação e de intermediação financeira desde a crise financeira ocorrida em 2008.

A função de investimento que a titularização representa, foi um dos motivos que levou a Comissão Europeia a procurar métodos para um enquadramento regulatório do mercado, de forma a permitir que os investimentos dos ativos possam contribuir para a diversificação dos riscos dos ativos transacionados, como podemos verificar na proposta da Comissão Europeia de 2015 para a Titularização¹⁶.

Neste sentido, «este movimento legislativo decorre da constatação do risco para a própria estabilidade financeira que um reduzido crescimento económico representa e da importância de assegurar um equilíbrio regulatório entre a anteriormente referida redução do risco associada ao recurso ao mercado de capitais em geral e o estímulo ao crescimento

¹⁶Comissão Europeia. Documento de Trabalho dos Serviços da Comissão. Síntese da Avaliação de Impacto que Acompanha o Documento Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que Estabelece Regras Comuns para a Titularização e cria um Quadro Europeu para a Titularização Simples, Transparente e Normalizada e que altera as diretivas 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE e os Regulamentos (CE) n.º 1060/2009 e (UE) n.º 648/2012 e Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que altera o Regulamento (UE) N.º 575/2013 relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e as empresas de investimento. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/Legal-Content/Pt/Txt/Pdf/?Uri=Celex:52015sc0186&From=Es>. (consult. 9/09/2024).

(designadamente através da diversificação das fontes de liquidez à disposição dos emitentes)¹⁷», tal como considera Alexandre Norinho de Oliveira.

A figura da STS apresenta uma grande relevância por dar resposta às necessidades existentes para que haja uma garantia a estabilidade financeira e a devida proteção dos investidores neste mercado. O que leva a figura do STS seja um dinamizador de distribuição de riscos mais eficientes do sistema financeira, em que os títulos transacionados serão administrados por instituições legalmente autorizadas.

O Reino Unido foi o primeiro país da Europa a dinamizar os primeiros passos da titularização e teve uma evolução significativa que deu resposta à elevada procura no mercado propriamente no ramo hipotecário com a implementação e conversão de hipotecas em ativos financeiros transacionáveis. No entanto, quando a titularização começou a tornar-se num instrumento muito procurado nos EUA, o mercado americano teve de adaptar-se às novas realidades para que fossem compatíveis com a nova dinâmica que o mercado enfrentaria, criando regulamentos e normas aplicáveis às instituições.

O mesmo ocorreu em vários países europeus. Porém com a crise instaurada em 2008 os créditos hipotecários utilizados como instrumentos de transação no mercado inglês, sofreram um decréscimo na procura, o que originou o que conhecemos hoje como nacionalização. Podemos verificar também a figura da STS que a União Europeia tem como uma das tarefas fundamentais a diversificação do financiamento da economia e a respectiva gerência dos riscos associados e proporcionar fontes sólidas para os determinados financiamentos.

Assim sendo, podemos considerar que existem três aspectos centrais que fazem divergir os dois sistemas financeiros: no contexto americano temos a figura do “*trust*”, enquanto por sua vez no contexto europeu encontramos a figura do SPV. Isto é, o *trust* é aquele a quem o *originator* ou banco transfere os ativos que «[...] na qualidade de fiduciário (*trustee*), faz de depositário-gestor desses activos e emite títulos representativos do *trust fund*¹⁸», tal como considera Calvão da Silva; já a figura do SPV que em vários

¹⁷ OLIVEIRA, Alexandre Norinho de, “O Regulamento das Titularizações e o Regulamento dos Prospetos”, *Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais*, Vol. 2 (2020), N.º 8, pp. 195-196.

¹⁸ SILVA, João Calvão, *ob. cit.*, p. 17.

países da Europa que em Portugal tanto pode ser uma sociedade ou um fundo de titularização, constitui um instrumento para a realização de transações em mercados de capitais.

A Irlanda, Itália, Portugal, Espanha e Grécia e os EUA utilizam ainda a titularização de NPLs (*Non-Performing Loans*) que são créditos, empréstimos ou financiamentos que não estão a ser cumpridos ou pagos pelos devedores ou que têm um risco elevado de incumprimento, que podem ser convertíveis em títulos ou ativos financeiros e negociáveis em bolsa.

Estes ativos são agrupados e utilizados como colateral para que sejam emitidos ou convertidos em títulos financeiros de forma a dar resposta à recuperação destes créditos em incumprimento. Isto é, este instrumento permitir que se faça uma transferência de risco de crédito para o mercado financeiro.

Segundo Stefano, Caterina, Grazia e Vincenzo «[...] a securitização [...] fornece um mecanismo onde os riscos de empréstimos problemáticos, concentrados em um banco, poderiam ser transferidos e dispersos para os investidores. A securitização de NPLs poderia operar como um meio pelo qual o risco é distribuído no mercado e [...] poderia tornar o sistema financeiro mais estável e resiliente¹⁹». Os NPLs surgiram como forma de eliminar as imparidades provocadas pela crise do *subprime* e os *ratings* feitos a entidades e singulares que solicitam créditos e que estejam numa escala negativa, os considerados créditos não-produtivos.

C) Angola

No que respeita ao contexto angolano, vigoram leis de controle e regulamentação do funcionamento de ativos financeiros, são elas: a Lei 14/21 de 19 de maio que regulamenta o Regime Geral das Instituições Financeiras, o DL n.º 6-A/15 de 16 de novembro de 2015 que regulamenta o Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo de

¹⁹ DELL'ATTI, Stefano; TOMMASO Di Caterina; ONORATO Grazia; PACELLI, Vincenzo- How does NPLs Securitization Affect EU Banks Systemic Risk?. In Systemic Risk and Complex Networks in Modern Financial Systems. Bari: Springer, 2024. p. 278.

Titularização de Activos e o Aviso n.º 03/2016 sobre o Requisito de Fundos Próprios Regulamentares para Risco de Crédito e Risco de Crédito de Contraparte.

Deste modo, o que se verifica é que existe uma semelhança em relação a Portugal no que respeita às entidades com legitimidade para efetuarem operações de titularização que são os denominados fundos de investimento de titularização (FIT) e as sociedades de investimento de titularização (SIT), como dispõe o art. 1.º, n.º 2 do DL n.º 6-A/15 de 16 de novembro de 2015.

A autorização para estas entidades praticarem atividades são da competência da Comissão de Mercado de Capitais sob cumprimento do Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Colectivo de Titularização de Activos. Em Angola, estas entidades podem também adquirir participações de outros Fundos de Investimento de Titularização se, porventura, o tipo de investimento assim o permitir. O sistema financeiro angolano tem adoptado mecanismos a fim de garantir maior controle dos riscos associados aos investimentos que as instituições enfrentam tal como podemos verificar no art. 4.º e ss do Aviso n.º 03/2016.

O Aviso descreve e apresenta a utilização de um SPV aplicável às instituições financeiras e o define como sendo uma entidade com legitimidade para emissão de títulos financeiros como um componente dos fundos próprios regulamentares, que tem como sede um país ou território que tenha pouca dificuldade para uma autorização para o exercício de atividades financeiras, que tenha sigilo bancário e um regime fiscal atrativo, tal como determina o art. 3.º, n.º 5 e devem cumprir os requisitos formais dispostos no art. 11.º.

O art. 11.º, n.º 2 do diploma estabelece como requisitos aplicáveis aos veículos o seguinte:

- “a) possuir as características previstas nos artigos 6.º e 8.º do presente Aviso para serem aceites como fundos próprios de base e complementares, respectivamente, nas mesmas condições dos emitidos pelas entidades pertencentes ao grupo financeiro;
- b) ficar disponíveis para utilização e para cobertura de prejuízos de, pelo menos, uma instituição pertencente ao grupo financeiro, e;

c) não podem conceder ao seu detentor o direito para reclamar a insolvência do veículo emitente ou de entidades pertencentes ao grupo financeiro”.

Podemos verificar que Angola prevê no seu sistema financeiro um veículo com propósitos semelhantes ao que se verifica nos outros sistemas. Porém, em relação à titularização de créditos, o Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo de Titularização de Activos não refere de forma objetiva que para efetuar-se uma operação de titularização é necessário um veículo de propósito especializado. Todavia, o regime determina a exigibilidade de se constituir uma Sociedade de Investimento Coletivo ou um Fundo de Investimento Coletivo como anteriormente foi mencionado.

Este aviso estabelece critérios para as instituições financeiras em relação à gestão do risco de crédito e o risco de crédito da contraparte tendo em conta aos fundos próprios regulamentares. Isto é, para uma melhor diretriz e promoção da estabilidade do sistema financeiro angolano, este diploma estabelece mecanismos para que as instituições financeiras mantenham um capital sustentável e uma melhor gestão dos investimentos.

A política monetária e as leis existentes sobre a titularização, encontra-se num estado que precisa ser mais explorado para que haja uma maior dinamização do mercado e a nossa investigação procurará abordar diversos tópicos para contribuir no estudo desta problemática. O mercado de capitais é supervisionado, fiscalizado e promovido pela Comissão de Mercado de Capitais que é o órgão competente pela regulação do mercado de valores mobiliários, os instrumentos financeiros derivados, bem como os agentes que atuam nesta área.

Este órgão pela sua dimensão em relação à diminuição do risco sistémico e a devida redução dos custos de transação, os investidores têm uma proteção em relação às falhas de mercado como por exemplo as atitudes dos indivíduos (investidores) face ao risco que equivale a escala de *rating* dos investimentos. Isto é, com as informações sobre os investimentos desde a qualidade ao risco.

Em relação a forma de tributação dos investimentos e em especial da titularização de créditos ou de activos como é denominado em Angola, esta área é inexistente e com isto necessita de uma maior atenção tal como iremos discutir mais para frente.

1.1.3 Mecanismo de financiamento estruturado

O avanço tecnológico e as alterações da dinâmica social são hoje, para nós, muito visíveis esta influência no sector bancário e nos sistemas financeiros, ou seja, as transações financeiras e não só, acarretam consigo determinadas instabilidades nos custos de transação, na morosidade e em outros elementos que levam as instituições e outras entidades a adoptarem mecanismos para que haja uma maior segurança e garantias para todos os intervenientes.

Uma especial atenção aos investidores que apresenta também uma grande relevância devido às situações em que, na celebração de uma transação, há intrinsecamente uma maior probabilidade de perdas significativas do lado do investidor. Poderemos trazer à colação também as situações de branqueamento de capitais, o que faz reforçar ainda a importância das STS para que tenhamos um sistema financeira mais eficiente e seguro.

Os mercados internacionais e europeus utilizam um modelo de operações denominado *true sale* que significa verdadeira venda, isto é, «a verdadeira venda é a chave de uma titularização correta²⁰», como consideram Diogo Leite de Campos, Isabel Vaconcelos e Cláudia Saavedra. Este modelo segundo os autores «[...] quer dizer que o bem em questão é vendido pelo seu proprietário para um veículo de finalidade especial (SPV) construído só com o fim de ser proprietário do bem. É vendido real e efetivamente. O proprietário passa a ser outro, o adquirente/cessionário²¹».

Neste sentido, a verdadeira venda pode ser considerada uma forma tradicional de operações de titularização, isto porque os SPVs ao adquirirem os ativos financeiros originados das instituições financeiras, farão um pagamento pelos ativos que foram gerados. Ou seja, na transferência efetuada pelo *Originator* a um veículo de finalidade especial (SPV), fixar-se-ão os direitos do SPV de deter os fluxos gerados por estes ativos.

²⁰ CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; PINTO, Cláudia Saavedra, *ob. cit.*, p. 22.

²¹ CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; PINTO, Cláudia Saavedra, *ob. cit.*, p. 18.

A problemática que se levanta em torno da *true sale* prende-se «em se transmitir para outrem um direito claro e simples sobre os bens em questão. No caso de títulos de hipoteca residencial, o bem é um empréstimo que é assegurado por uma hipoteca sobre a propriedade imobiliária²²», como consideram Diogo Leite de Campos, Isabel Vaconcelos e Cláudia Saavedra.

Segundo os autores, «a verdadeira venda refere-se ao empréstimo, não à propriedade imobiliária que continua a ser detida pelo devedor²³». Com base nestas ilustrações podemos considerar que a função das SPVs neste modelo de verdadeira venda (*true sale*) é o de exclusivamente financiar ou comprar estes ativos por meio de emissões de títulos de dívida que as instituições financeiras ou entidades colocam à disposição no mercado para serem transacionados.

Destaca-se a importância das normas jurídicas também para as questões ligadas à insolvência que poderá se suscitar. Ou seja, se estivermos diante de uma insolvência, os autores consideram que «[...] os investidores podem ficar expostos a um [...] risco de crédito societário e, [...] a titularização não tem eficácia, correspondendo só a um título societário²⁴». Quer isto dizer que as normas jurídicas que regulamentam estas operações devem assegurar que em caso de insolvência os ativos permaneçam na esfera jurídica do SPV, ou seja, que não haja possibilidade de os ativos serem contestados.

Com base nestas ilustrações os autores consideram também que para colmatar estas situações é «[...] afastar [...] do cedente desde o primeiro dia do negócio. Se [...] for feito corretamente [...] deveria passar passar transparentemente para o SPV durante a transação, ser capaz de ser gerido por uma terceira parte, e continuar a produzir rendimentos que possam pagar a dívida aos investidores²⁵».

Neste sentido, os custos de transação que estão alocados à estas operações, consistem em custos de informação que podemos dividi-los em três custos: custos de

²²*ibidem*.

²³ *ibidem*.

²⁴ CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; PINTO, Cláudia Saavedra, *ob. cit.*, p. 23.

²⁵*ibidem*.

informação para a identificação da outra parte, ou seja, quanto mais complexos forem os contratos, maior serão os custos de informação em especial os custos de negociação.

Custos de transação por parte do devedor do crédito, isto é, poder-se-á considerar-se uma transação involuntária devido ao poder de informação que as instituições financeiras detêm em relação às operações de titularização que são realizadas; o risco é também considerado um custo de transação por se tratar de probabilidades de a operação ser segura ou não e com isto nem tudo é certo.

Chegados aqui, podemos considerar que, no mercado de capitais, as transações de titularização estão devidamente estruturadas pelo que «o crescente recurso a modelos de transação nas relações financeiras, é também ele reflexo desta tendência mais lata, encontrando-se os mercados financeiros, [...] repletos de produtos que forma em tempos verdadeiras relações²⁶», tal como consideram Diogo Leite de Campos, Isabel Vasconcelos e Cláudia Saavedra.

Neste sentido, interessa realçar a diferença existente entre risco e incerteza. Ambas se referem a não certeza, ou seja, quanto ao futuro se referem ao risco. Porém o que as distingue é o facto de a primeira estar ligada a probabilidades; já a segunda significa que não se podem associar probabilidades aos eventos futuros. Entretanto, a titularização para além da sua função de ser um instrumento de financiamento, deve ser encarada como um meio de estabilização do mercado financeiro devido a qualidade dos ativos que é evidente o seu forte e grande crescimento.

Com o sistema regulatório implementado pela Comissão Europeia, as instituições financeiras procuraram tornar exequível a qualidade dos procedimentos utilizados para a transformação do crédito em um ativo que possa ser transacionado segundo a exigência do Regulamento (UE) n.º 2017/2402 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de dezembro de 2017, e em particular o contexto português com a implementação do DL n.º 453/99, de 5 de novembro para uma melhor estrutura, supervisão das operações e o impacto dos riscos dos ativos.

²⁶ CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; PINTO, Cláudia Saavedra, *ob. cit.*, p. 39.

1.2 Estrutura de proteção dos investidores e os mecanismos de defesa

As transações efetuadas no âmbito da titularização carecem de uma atenção especial para os investidores, baseando-se em regras e normas de proteção dos consumidores de forma preservar a sua esfera jurídica. Isto é, a obediência a aplicação destes preceitos (embora se trate de investimentos de risco), determina uma relação jurídica que no momento em que se coloca à disposição no mercado para ser transacionado, está presente a manifestação de vontade de ambas as partes. Quando se trata de investimentos de risco, a entidade comercializadora (as sociedades ou fundos de titularização), têm o dever de informar ao interessado do risco associado e quais os meios de proteção, mesmo não havendo um acordo.

Todavia, o direito à informação e a transparência nas relações estabelecidas são fundamentais para a defesa e proteção dos investidores e legitimidade da eficiência do mercado. Portanto, os factores principais, tem como a informação das operações em tempo real e todos os componentes associados, para além de demonstrarem segurança e credibilidade aos mercados financeiros, permitem que estas operações sejam feitas em mercados legais e regulamentados para evitar situações de burla, fraude e branqueamento de capitais.

O instituo da titularização depende da confiança transmitida aos interessados ou investidores de forma a proporcionar harmonia e a transparência do mercado com a divulgação ou disponibilização das informações, por vezes com desvalorização dos ativos para detrimento dos riscos, ou com para análise da valorização dos títulos ou ativos para que haja um desempenho eficiente.

No entanto, os círculos de defesa que é uma expressão relacionada à insolvência, apresenta uma relevância crucial nesta matéria, isto é, «significa que os bens do devedor são segregados, de modo que estão fora do estado de insolvência ou da competência do tribunal em causa. [...] depende das leis de insolvência do país²⁷», tal como consideram Diogo Leite de Campos, Isabel Vasconcelos e Cláudia Saavedra. Neste sentido, a ideia central deste instrumento é a de estar em causa apenas o empréstimo garantido, ou seja,

²⁷ CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; PINTO, Cláudia Saavedra, *ob. cit.*, p. 23.

procura-se diminuir os riscos das operações, garantir o cumprimento das normas existentes e a devida proteção dos investidores.

Assim, a titularização pode ser dividida em duas modalidades ou perspectivas: titularização de bens e titularização de créditos futuros. A primeira respeita a um determinado bem que está disponível no mercado para ser transacionado com as regras atuais. A segunda modalidade refere-se a transações futuras, ou seja, não são colocadas no mercado para transações atuais, mas sim ligadas ao futuro. Há ainda uma outra realidade de titularização a denominada titularização sintética que se refere a operações em que se destina a transferência do risco do crédito e os demais riscos associados da base dos respectivos ativos financeiros.

As operações e o processo de titularização tendem a ser complexos, devido aos custos de transação, à falta de clareza nas matérias relacionadas com os regulamentos e normas jurídicas quando estamos diante de uma situação de insolvência. A questão prende-se com a partilha de informações aos investidores (método este que causa externalidades negativas). O que se pretende nestas situações é trazer à colação os fluxos ou ativos futuros que poderão condicionar a declaração de insolvência da instituição.

Como exemplo, podemos destacar os EUA que utilizam uma prática denominada “*fire wall*”. Os autores consideram que esta prática se refere ao facto de que entre o «cedente e o cessionário não deve ser mantido qualquer vínculo ou obrigação relacionado com o crédito cedido. Nomeadamente, garantindo a sua cobrança²⁸».

1.3 Tipos de titularização: titularização tradicional e futura

A titularização tradicional apresenta-se como uma verdadeira venda (*true sale*) os ativos transacionados contidos no balanço do originador. Trata-se de ativos que geram rendimentos e tanto os riscos do crédito tanto os riscos de contra-parte são transmitidos. Por outro lado, temos as titularizações de fluxos futuros que são originadores do crescimento da demanda da dívida pública o que poderá causar externalidades.

²⁸*idem*.

Em relação à titularização de recebíveis ou fluxos futuros, estes contribuem para a diversificação de ativos, por um lado, e um instrumento que pode ser utilizado como um colateral, por outro lado. Porém exige garantias mais rígidas. Estão também associadas externalidades aos fluxos futuros, devido à qualidade do crédito. As titularizações futuras podem ser entendidas como transmissões de recebíveis *ex post* de um ativo financeiro com uma influência no mercado.

Segundo Ketkar e Ratha «a titularização do fluxo futuro e dos recebíveis existentes pode proporcionar uma forma de angariar financiamento do desenvolvimento para muitos países de baixo rendimento e, em particular, de rendimento médio, especialmente em períodos de baixa liquidez e de maior percepção de risco soberano²⁹». Em relação à titularização tradicional, D. Leite de Campos, Isabel e Cláudia, consideram que esta figura «[...] pode ser motivada por objetivos de registo fora do balanço, enquanto que a titularização de fluxos futuros nunca está fora do balanço, na medida em que não houve qualquer transferência de bens³⁰».

Aos créditos futuros estão associadas expectativas como um direito, isto é, em caso de insolvência dá-se a lesão da expectativa e a consequente perda de chance para resultados positivos (ou não) do investimento feito. Nesta perspectiva, a perda de chance centra-se na expectativa depositada pelas partes para uma futura oportunidade de realização do acordado, de forma normal e respeitando os parâmetros legais, que realizar-se-ia futuramente nos trâmites normais.

Portanto, os créditos futuros são mais atuais do que futuros, isto é, são atuais porque os acordos e as expectativas são estabelecidos no presente, porém com efeitos futuros. Ou seja, há uma venda de expectativa jurídica para o futuro e esta deve ser protegida como as demais negociações. Portanto, estamos diante de uma verdadeira venda que produz os mesmos efeitos jurídicos, financeiros e económicos com incidência no mercado.

Está ainda associado a este mecanismo o princípio da boa-fé no seu sentido mais amplo na formação dos contratos, nos deveres de informação, lealdade e na execução,

²⁹ KETKAR, Suhas L.; RATHA, Dilip K., “Development Financing During a Crisis: Securitization of Future Receivables”, *World Bank, Economic Policy and Prospects Group*, (2001), p. 7.

³⁰ *idem*.

sendo esta transversal a toda a ordem jurídica como regra de conduta, como se encontra disposto desde logo no art. 227.º do Código Civil (CC). Por conseguinte, concordamos com Antunes Varela ao considerar que «desde que a própria lei, no artigo 227.º, impõe às partes o dever (jurídico) de agir de boa fé no período das negociações, nenhuma razão há para não considerarmos legal (ex lege) a relação jurídica que se estabelece [...] antes da conclusão do contrato [...]»³¹.

1.3.1 Características e inovações da titularização

O avanço tecnológico de operações financeiras tem vindo a expandir-se e a fornecer maior possibilidade de os investidores poderem maximizar os seus interesses, como exemplo a denominada *Blockchain* que é uma tecnologia que apresenta base de dados que armazena informações e desenvolve um potencial, tem sido uma revolução por ser um mercado descentralizado em que as transações de ativos reduzem os custos de transação e desta forma contribuem para que o sistema financeiro seja mais eficiente, para alguns, respeitando de igual modo a transparência nas transações como se verifica numa operação de titularização.

Ao contrário do que verifica na titularização de créditos em que as operações sofrem custos de transação elevados, tais como os riscos gerados, a confiança nas transações, a falta de informação, a precisão e as demais situações, a *blockchain*, se for adoptada nas operações de titularização, poderá trazer inúmeros benefícios na redução dos custos, a fluidez dos mercados e as falhas de mercado.

Ora vejamos, «[...] uma “transação” implica tão-só a colaboração ou cooperação de duas entidades que têm um objetivo final em comum³²», tal como consideram Diogo Leite de Campos, Isabel Vaconcelos e Cláudia Saavedra. Portanto, as transações operadas neste sistema financeiro são resistentes e apresentam uma solvabilidade eficiente. Neste sentido trazemos à colação os serviços financeiros prestados ao sector de micro-finanças, isto é, a titularização é conhecida como um mecanismo pelo qual os créditos que foram

³¹ VARELA, João de Matos Antunes- Contratos. In Das Obrigações em Geral. Lisboa: Edições Almedina, 2000. Vol. I, 10ª Ed., p. 271.

³²CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; PINTO, Cláudia Saavedra, *ob. cit.*, p. 38.

concedidos passam a tornar-se ativos e com isto as instituições financeiras poderem suportar os conceder novos empréstimos.

A *blockchain* segundo António Vilaça Pacheco «[...] é uma cadeia de blocos. [...] é um protocolo de segurança que visa usar a descentralização como medida de segurança. Tem uma característica peculiar: uma vez que se regista uma informação na *blockchain*, ela torna-se [...] imutável³³». O sistema financeiro com estas inovações permite que haja uma maior solidez nas transações, isto é, nesta relação jurídica estabelecida entre as partes, o poder de controlo e gerenciamento está detido em apenas uma das partes o que nos faz considerar ser um sistema propenso a falhar.

O autor considera também haver características fundamentais desta tecnologia, como o factor do acesso total de forma autónoma e independente, a credibilidade que se consubstancia-se numa confiança ao sistema, a não vulnerabilidade das informações que causam falhas de mercado, isto é, uma assimetria de informação entre o interessado e a entidade gestora, o que a torna uma rede descentralizada e resistente à intervenção do poder punitivo do Estado.

Todavia, aos ativos transacionados no mercado de capitais, gerados por uma titularização, são muitas vezes preferíveis os créditos que contenham maiores prazos de liquidação. O caso em que trazemos ao debate os microcréditos, ou seja, a clientes ou consumidores de baixa renda, estas transações que muitas vezes as instituições financeiras recusam-se a conceder, com a *blockchain* estas operações de titularização tornam-se mais eficientes e acessíveis a todos os interessados.

Isto é, H. Agrawal, M. Sankle, A. Chaudhari, D. Karia, N. Bhagat e N. Ghatte, consideram que se a *blockchain* for implementada nas operações de titularização «pode minimizar consideravelmente os riscos financeiros na securitização lastreada em ativos tradicional devido às vantagens da descentralização, consenso distribuído e informações invioláveis³⁴». O carácter da neutralidade e transparência nas transações, podem levantar

³³ PACHECO, António Vilaça- O que é e o que não é Blockchain. In Bitcoin. [s.l]: Self, 2023, 12ª Ed., pp. 75-76.

³⁴AGRAWAL, Harsh; SANKHE, Mohnish; CHAUDHARI, Arnav; KARIA, Deepak; BHAGAT, Narendra; GHATTE, Najib, Securitizing Microcredits Using Blockchain, *IEE Explore*, (2023), p. 92.

inúmeros debates sobre a possibilidade de implementação deste instrumento financeiro, devido ao factor da centralização existente no sistema financeiro atual.

A propósito das operações efetuadas em *blockchain*, podemos chamar à colação o impacto que as cripto moedas apresentam a nível económico, financeiro e social, afetando de forma positiva (para alguns) e negativa (para outros). Isto é, a nível governamental e com base na estrutura sociopolítica, os Estados defendem o não reconhecimento destas moedas digitais o que causa efeitos ao Direito de Propriedade das pessoas. Desta feita, as cripto moedas e com destaque ao *Bitcoin*, merecem maior atenção.

Partindo desta análise, é-nos útil referir que as moedas fiduciárias em comparação com as moedas digitais distinguem-se pelo facto de as primeiras serem comercializadas ou transacionadas num mercado centralizado e respeitando as regras de um estado que por um lado podemos considerá-la como uma desvantagem ou uma externalidade negativa pelo facto de estas poderem ser apropriadas de forma ilegal e confiscadas por métodos que poderão afectar negativamente a propriedade das pessoas, o que causa custos de transação elevados pelo facto de estarmos diante de uma moeda controlada por um sistema que decide as regras do jogo.

Por outro lado, as moedas criadas e transacionadas com base a tecnologia da *Blockchain*, oferecem uma maior confiança e um direito de propriedade pleno no seu sentido mais amplo. Portanto, podemos considerar que as moedas fiduciárias aumentam negativamente inseguras a nível do sector financeiro relativamente aos custos de emissão da moeda, as transferências, os diversos procedimentos regulados pelas entidades, os impostos acrescidos por detrimientos das transações realizadas, o que a torna ineficiente.

Portanto, estas tecnologias, para alguns, permitem que as transações sejam mais transparentes, eficientes e seguras, o que causa um impacto nas relações sociais e nos instrumentos tradicionais como a moeda fiduciária que tem por base o controle das instituições e dos estados. No entanto, no contexto português, o ordenamento jurídico tem adoptado métodos como a introdução de regimes que podemos trazer à colação o regime do penhor do Código Civil que tem enfrentado diversas situações de adversidade em relação à propriedade e os direitos associados aos ativos transacionáveis.

As ideologias da Escola Austríaca de Economia defendem a não intervenção do Governo na economia pelo facto de este acto afetar o natural funcionamento do mercado e causar externalidades negativas. Nesta base, Adam Smith defende a não intervenção do Estado na economia de acordo à Teoria da Mão Invisível na sua obra denominada Riqueza das Nações, concordando com esta ideologia.

Nesta perspectiva, de acordo ao princípio da racionalidade³⁵, as moedas digitais e a *blockchain*, apresentam um elevado nível de eficiência no mercado, de forma a proporcionar transações que não causem custos excedentes e que afetem o seu poder financeiro.

Nesta perspectiva, Arlindo Donário e Ricardo Borges dos Santos consideram que «supor que os indivíduos prosseguem os seus próprios interesses não implica considerar que são «frios» ou «egoístas» em sentido moral. Significa isto que o seu comportamento se baseia no modelo da escolha racional. [...] a função utilidade (ou felicidade) de uma pessoa (o nível de satisfação sentido) depende de todos os bens que essa pessoa «consome» ou utiliza, de natureza material ou não material³⁶».

Como forma de inovação, temos também a denominada titularização de NPLs (*Non-Performing Loans*) ou titularização de créditos não-produtivos, tal como foi debatido nos textos anteriores. Este instrumento é considerado em determinados países como sendo um dos mecanismos mais eficientes da diminuição do risco de crédito e de um rácio positivo para o rendimento e a liquidez das instituições financeiras. Na Itália esta prática é muito comum e tem vindo a crescer de forma significativa uma vez que existe um método de garantia pública.

1.3.1.2 Titularização de créditos alternativos e exóticos

O mundo do mercado financeiro e de capitais tem cada vez mais ganhado abrangência e inovações para possibilitar investimentos diversos. Daí que no mercado europeu, como na Alemanha e no Reino Unido, tem-se verificado mais aderência a

³⁵ O princípio da racionalidade é a faculdade de os indivíduos maximizarem os seus interesses sem que haja aumento de custos ou causar ineficiência.

³⁶ DONÁRIO, Arlindo Alegre; SANTOS, Ricardo Borges dos- Reflexões em Economia. In Economia, com Destaque para a Microeconomia: uma visão Crítica. Lisboa: Edições Sílabo, 1ª Ed., 2018. pp. 39-42.

inovações dos ativos financeiros exóticos, com a abrangência de se poder titularizar estes ativos. O contexto português é tradicionalmente mais conservador em relação aos demais países da Europa, pelo que o mercado atua em grande dimensão em instrumentos tradicionais de investimento e em particular a titularização de créditos.

Deste modo, o crescimento dos instrumentos de investimento e a consequente procura de ativos diversificados tem sido em baixa escala, mas tem crescido progressivamente. Muito se tem visto a evolução dos ativos financeiros e com isto trazemos em análise os denominados créditos alternativos. A titularização deste tipo de crédito prende-se com o facto de, embora não sendo convencionais, apresentem uma liquidez sustentável de igual modo aos tradicionais.

Nesta ordem de ideias, os recebíveis de telecomunicações, os *royalties* (propriedade intelectual) e cinematográficos, os créditos judiciais, os direitos e transmissão desportiva, entre outros, são considerados ativos financeiros. Portanto, a prática vem cada vez mais dar abertura a novas oportunidades de investimentos atrativos, embora o *rating* seja o denominador para a determinação das avaliações dos riscos. Como exemplo podemos analisar a titularização de *royalties* (propriedade intelectual) como característica de um ativo exótico.

A PI ou propriedade intelectual encontra-se desde logo regulada pelo art. 1303.º do Código Civil e o Código da Propriedade Industrial (CPI), A Lei n.º 16/2008, de 01 de Abril, os arts. 114.º e 118.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE) e o Código do Direito de Autor e dos Direitos Conexos. Trata-se de inovações e criatividades humanas e estas são protegidas por lei devido ao carácter pessoal e de honra pelos feitos. A PI abrange tanto a propriedade industrial (as patentes), as marcas, desenhos, direitos autorais, entre outros.

Por serem ativos valiosos, tem se adoptado inovações para investimentos financeiros e a titularização destes ativos têm sido cada vez mais implementados. Por se tratar de um instrumento diferente, Ilayda considera que apresenta benefícios como pagamentos de juros, uma forma de “isenção” do bolo patrimonial e um risco controlado em caso de insolvência. Os *royalties* como um instrumento financeiro apresentam um potencial significativo apesar dos riscos associados.

Ou seja, tudo depende do *rating* feito, embora seja muito difícil classificá-los devido a diversos factores como os gostos pessoais, a dinâmica em cada realidade (a cultura ou a influência de outros meios de “distração” como aplicativos de interações, exposições em filmes, etc), pelo que os resultados serão hipotéticos. Segundo a Convenção Global de Propriedade Intelectual dos países da Ásia que tem como sede na Índia «a securitização de PI permite que os detentores de PI [...] desbloqueiem o valor dos seus ativos intangíveis, ao mesmo tempo em que fornece aos investidores exposição à receita potencial gerada pela PI³⁷».

Segundo a autora referida «os interesses de segurança devem fornecer direitos à parte que detém o interesse. Uma vez que os títulos entram em inadimplência, a parte que detém o interesse de segurança pode reivindicar os seus direitos contra outros credores³⁸». Os estudos sobre as implicações da titularização de propriedade intelectual, é bastante discutido devido aos diversos factores como a incerteza e as questões jurídicas (a *due diligence*) ligadas às marcas e patentes.

Muito se tem estudado sobre o caso da Alemanha. Muitos autores têm defendido que a avaliação dos ativos não corpóreos das empresas são elementos fundamentais para uma verdadeira e segura titularização de PI. A autora considera ainda que os requisitos para a avaliação das empresas a titularizar a sua propriedade intelectual são a «racionalidade, objetividade e neutralidade, quantidade suficiente de informações úteis. Os intangíveis geralmente são subvalorizados quando esses requisitos não são atendidos³⁹». Este instrumento financeiro pode ser classificado como uma titularização de crédito/ativo futuro.

Imaginemos o seguinte: um músico que ganha *royalties* sempre que as suas músicas são tocadas em cadeias televisivas, rádios e quando forem reproduzidas por outros cantores, forem utilizadas no ramo cinematográfico ou em anúncios, entre outras situações. Com o elevado crescimento decide titularizá-los. Ao efetuar esta operação, o

³⁷ Convenção Global de Propriedade Intelectual <https://www.globalipconvention.com/blog/transforming-ideas-into-assets-ip-securitization> (consult. 15/01/2025).

³⁸ NEMLIOGLU, Ilayda, A Novelty on Unlocking Businesses, “Potential Growth: Intellectual Property Securitisation”, *Procedia Computer Science*, N.º 158 (2019), p. 1002.

³⁹ NEMLIOGLU, Ilayda, *ob. cit.*, p. 1007.

músico, enquanto proprietário do ativo, tem a prerrogativa de obter os lucros com antecedência (no momento atual) sem ter de esperar pelos recebíveis futuros (os *royalties*).

Uma das grandes inovações deste tipo de instrumento financeiro é a possibilidade de a propriedade intelectual ser utilizada como colateral. O colateral é um mecanismo de segurança e de garantia nos empréstimos financeiros e torna o solicitante do financiamento ou crédito, elegível para a operação. Interessa realçar que o que se pretende com este método não é passar os direitos autorais à entidade creditícia, mas sim os recebíveis que este ativo apresenta como forma de garantia do crédito.

Segundo Jill Bainbridge, esta operação funciona como um empréstimo convencional. Para melhor percepção a autora explica o seguinte «o credor (mutuário) transfere o título do ativo para o credor hipotecário (credor), a título de garantia para certas obrigações, sob a condição (expressa ou implícita) de que ele seja transferido de volta quando essas obrigações forem cumpridas⁴⁰». Em países mais desenvolvidos, este método tem sido muito utilizado pelas grandes empresas como a Google, a Apple, a Coca Cola, o Facebook, entre outras.

Esta forma de titularização tem vindo a crescer no mercado financeiro, uma vez que os ativos convencionais como imóveis, têm sido cada vez mais substituídos por outros ativos como a PI. Neste sentido, a alavancagem deste instrumento beneficia não somente os investidores, mas também as instituições financeiras. Isto é, os direitos de propriedade intelectual quando são utilizados como ativos financeiros, apresentam uma mais-valia para quem os detém, tal como foi ilustrado anteriormente.

David, Leo e Uwe consideram haver uma vantagem nestes ativos e com isto concordamos com os autores ao considerarem que «[...] a garantia de DPI pode compensar a falta de outras fontes de renda penhorável que tornam o valor da DPI para o

⁴⁰ Jill Bainbridge, *Intellectual Property Finance: How to use your IP as Loan Collateral*, Artigo Científico [s.l.], Harper James, 2024 <https://harperjames.co.uk/article/ip-finance/> (consult. 16/03/2025).

credor decisivo. [...] essa compensação de custo-benefício é específica para a jurisdição, empresa e, em particular, para o ativo⁴¹».

Os autores acrescentam ainda considerando que no contexto económico ter direitos de propriedade intelectual como garantia de crédito, é uma das formas de diversificação da economia e proteção dos interesses das instituições financeiras, de formas a afastar os riscos de incumprimento e tornarem-se em créditos não-produtivos.

Desta feita, os incentivos que o colateral apresenta aos investidores (neste caso passarão a ser devedores), causa um estímulo maior para a dinâmica das instituições, a liquidez dos bancos e o funcionamento do mercado com inovações, embora haja um risco como em qualquer investimento. Os direitos de propriedade intelectual apresentam uma forma de ganho sistémico para o sector comercial e industrial.

Existe também a possibilidade de direitos de imagem de celebridades poderem ser titularizadas, bem como as patentes farmacêuticas. No primeiro caso que, para muitos, pode ser considerado pouco atrativo devido a inúmero factores (e que ainda assim têm vindo a valorizar-se no mercado), a influência das redes sociais tem sido um mecanismo de alavancagem da imagem de diversas figuras e, com isto, há um acréscimo na monetização da sua marca pessoal (o artista como tal).

Embora haja inúmeros factores de carácter complexo, os direitos de propriedade destas figuras, por um lado, podem apresentar vantagens para os investidores que decidirem arriscar em grande escala. Um investimento com esta dimensão e complexidade tanto a nível moral ou ético no contexto jurídico, ainda tem muito para se explorar.

A respeito do segundo caso, estas têm sido utilizadas em grande escala como colateral. Muito se tem defendido que esta prática traduz um interesse financeiro e pouca atenção e sensibilidade do impacto na saúde pública. Ou seja, uma valorização dos lucros e uma diminuição da prioridade que é a saúde.

⁴¹ HELLER, David; LEITZINGER, Leo; WALZ, Uwe, “Intellectual Property as Business Loan Collateral: a taxonomy on institutional and economic determinants”, *GRUR International*, Vol. 73, N.º 5, 2024, p. 380.

Apesar dos diversos desafios que esta modalidade de ativo financeiro apresenta, as implicações pouco estudadas no contexto de uma operação de titularização e até mesmo o interesse dos investidores por estes ativos, torna cada vez mais o mercado financeiro volátil e susceptível a inovações e abrangência para diversificações de investimentos para todos os tipos de níveis de risco e de benefícios esperados.

Os créditos agrícolas muito se têm utilizado em diversos países, Angola, devido a sua situação económica e de falta de estabilidade financeira, seria uma ótima opção de investimento, o que aumentaria o nível de sustentabilidade do país de forma a permitir que as pequenas e médias empresas tenham acesso a estes investimentos e a consequente a dinamização de recebíveis.

Com as vendas dos produtos agrícolas e que poderiam servir como colateral para a concessão de empréstimos, teríamos um título com uma qualidade atrativa, o que faria diminuir o nível de desemprego com o elevado crescimento de novas fazendas e com a crescente procura por estes ativos, diminuiria também a dificuldade de concessão e o risco de não cumprimento das obrigações.

O outro tópico que seria inovador para o contexto angolano seria a possibilidade de titularização de infraestruturas numa relação de parceria entre o sector público e o privado ou o sector energético, o que traria um maior número de investimentos estrangeiros e atrativos para a economia e um crescimento do sector financeiro. Ou seja, imaginemos que num cenário como Angola em que o sector energético é monopolizado, se houvesse uma emissão de títulos sobre os recebíveis dos pagamentos das faturas, teríamos um título com uma qualidade atrativa.

Se, tendo 100 casas a pagar, a energia todos os meses de um determinado valor, como por exemplo 50.000,00kzs, e a entidade energética criar uma carteira sobre estes ativos e transacioná-los no mercado, poderá aumentar as receitas públicas e contribuir para o crescimento económico, devido aos factores como o baixo risco ou quase nada de incumprimento de recebíveis, o que permitirá pagar os juros aos investidores sem desafios. Para tal, é necessário que o cenário regulatório esteja preparado para enfrentar os desafios e haja uma maior transparência nas operações.

O sector energético e o sector agrícola em Angola têm crescido potencialmente e atingido números sustentáveis. A possibilidade de transformar estes produtos em títulos financeiros a serem titularizados, provocará um aumento quantitativo na captação de receitas públicas e privadas (tanto para as famílias como para as empresas) e um aumento qualitativo na produção de produtos renováveis e sustentáveis e um estímulo para o crescimento económico.

Estas inovações que são utilizadas em países mais desenvolvidos, podem ser exploradas e aplicadas ao contexto angolano, o que aumentará o investimento estrangeiro numa relação de promoção dos potenciais ativos, fará com que a liquidez das instituições financeiras e o acesso ao crédito com garantias com uma qualidade viável, trará uma diminuição do impacto da queda do valor do petróleo como fonte e ativo primário, o que beneficiará a dinamização dos diversos sectores e uma maximização do bem-estar social.

1.3.2 O papel dos derivados no contexto da titularização de créditos

Ao longo do nosso estudo, muito referiu-se sobre o conceito de titularização de créditos. Desta feita, partindo do seu fundamento, existem também instrumentos derivados que desempenham um papel fundamental tanto a nível dos riscos associados quanto aos benefícios gerados de forma a proporcionar uma maior harmonia do mercado. Estes derivados como por exemplo os contratos futuros, são essenciais para a gestão de risco para que haja uma maior proteção tanto do lado do investidor quanto do lado do Originador.

Em relação aos riscos, estes instrumentos podem culminar numa perda significativa dos ativos o que provoca maiores desafios para todos os intervenientes desta relação jurídica, pelo que as medidas de regulação do mercado são fundamentais para garantir uma harmonia e equilíbrio substancial. Portanto, podemos destacar alguns instrumentos utilizados como o *credit default swap*, as taxas de juro, os contratos futuros, os *swaps*, entre outros.

As taxas de juro são os instrumentos mais comuns utilizados nestas operações pelo que podem ser entendidas como sendo «contratos em que a taxa de juro fica de

determinado crédito pode ser permutada por uma taxa variável, e vice-versa⁴²», tal como consideram Diogo Leite de Campos, Isabel Vaconcelos e Cláudia Saavedra. Verificamos, deste modo, a importância dos juros nestas transações.

O *credit default swap* apresenta uma particularidade na medida em que estes permitem ao investidor uma proteção contra o risco de uma eventual insolvência do determinado ativo. Isto é, segundo os autores este instrumento «[...] poderá dar lugar a um incumprimento programado pelo credor e, consequentemente [...] pode ser acionado em benefício dos seus titulares⁴³».

Todavia, estes derivados por um lado apresentam segurança em relação às possíveis situações futuras e aumentam a liquidez do mercado, o que faz com que os ativos sejam mais seguros e apelativos para os investidores. Uma dinâmica muito recorrente nas instituições financeiras é constituída pelas denominadas *hedging* que é um instrumento utilizado para minimizar as potenciais perdas de um determinado investimento. Isto é, são estratégias de controlo e previsibilidade do mercado devido às situações de incerteza que são os instrumentos supramencionados.

Por outro lado, há autores que consideram ser prejudiciais para a eficiência das transações. Porém, Diogo Leite de Campos, Isabel Vaconcelos e Cláudia Saavedra consideram que a aplicação do *credit default swap* podem ser um instrumento de manipulação do mercado por parte dos integrantes ou uma «mera engenharia financeira para maximizar os lucros⁴⁴». De igual modo Norvald Instefjord considera que «[...] uma inovação financeira no mercado de derivados de crédito pode aumentar o risco bancário, particularmente aqueles que operam em segmentos de mercado de crédito altamente elásticos⁴⁵».

1.4 Estruturas legais e avaliação para os títulos

⁴² CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; PINTO, Cláudia Saavedra, *ob. cit.*, p. 44.

⁴³ *ibidem*.

⁴⁴ CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; PINTO, Cláudia Saavedra, *ob. cit.*, p. 45.

⁴⁵ INSTEFJORD, Norvald, Risk and Hedging: Do Credit Derivatives Increase Bank Risk?, *Journal of Banking & Finance*, Nº 29, (2005), p. 344.

A base da estrutura legal da titularização assenta na venda real, nas estruturas sintéticas e estruturas de empréstimo garantido. Partindo do pressuposto de que um indivíduo solicita um crédito, para este ser aprovado necessita de cumprir inúmeros requisitos tais como a renda fixa do requerente, isto é, a sua capacidade financeira, as eventuais situações endógenas da qualidade do próprio crédito, a verificação das situações fiscais e de incumprimento (ou não) da liquidação de um empréstimo, entre outros factores.

A venda real pressupõe créditos já existentes ou créditos futuros, ou seja, o enquadramento da última figura «os danos causados pela insolvência [...] são mais improváveis embora os fluxos futuros continuem a ter uma dependência substancial na atividade do originador⁴⁶», como consideram Diogo Leite de Campos, Isabel Vaconcelos e Cláudia Saavedra. Entretanto, por um lado a titularização pode ser utilizada para fins de solvência institucional uma vez que estando cotada em bolsa, há maior número de investidores e uma “garantia” de solidez tendo, portanto, uma transferência de risco.

Partindo desta análise podemos considerar que a cessão de crédito por parte do originador causa efeitos legais negativos em especial na situação de cessão de crédito futuro, a correspondente transferência e ainda nos direitos acessórios de garantia da concessão. Portanto, segundo o Regulamento Europeu, as normas de direito interno aplicadas à titularização em relação à proteção da esfera jurídica dos investidores, são fundamentais para a análise destas relações jurídicas e para o aumento da credibilidade do mercado financeiro.

Com base nestas ilustrações, vamos destacar os principais problemas legais da titularização/*securitization* numa perspectiva ligada à venda real de bens existentes entendida por Diogo Leite de Campos, Isabel Vaconcelos e Cláudia Saavedra: «saber se a transação no seu conjunto é considerada uma transferência válida de recebíveis pelo SPV ou um mero arranjo financeiro. Determinar se os bens sendo titularizados são adequados para transferência. O que deve ser feito para obter uma transferência legal de

⁴⁶ CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; PINTO, Cláudia Saavedra, *ob. cit.*, p. 26.

recebíveis para o SPV. [...] que medidas tomar para proteger contra a insolvência do próprio SPV [...]»⁴⁷.

Há ainda situações em que não há uma verdadeira venda desses ativos o faz com que as instituições financeiras isentem-se de intervir e assumir a responsabilidade com as eventuais situações que possam existir e afetar o cliente. Por outro lado, temos também as situações de incumprimento por parte do mutuário em relação às prestações para a amortização do crédito requerido. Ou seja, o Originador nesta situação e ao abrigo dos seus direitos e deveres, vir-se-ia obrigado a recomprar estes ativos ou colocar transformá-lo em um ativo financeiro pela falta de pagamento, o que causaria uma ineficiência desta operação de titularização que podemos considerar não homogênea.

Neste sentido, podemos concordar com Thomas Albrecht e Sarah Smith ao considerarem que «as estruturas de securitização resultantes são complicadas, principalmente como resultado do requisito dentro de uma transação de securitização para produzir uma estrutura que isola os investidores contra uma multiplicidade de riscos. [...] quanto mais complicado o ativo securitizado e menos uniformes as suas características, mais difícil é alcançar o equilíbrio necessário para satisfazer as preocupações dos investidores»⁴⁸.

1.4.1 Implicações económicas

A atividade de titularização de crédito por um lado acarreta benefícios sistémicos em relação ao aumento do valor significativo de bens que podem ser transacionados no mercado, um maior número de investimentos com retornos consideráveis, uma mudança na economia com pendor nas inovações do sistema financeiro. Os benefícios que este instrumento apresenta a nível económico são diversos, desde a capitalização das empresas ao aumento sustentável das instituições financeiras e as variedades de investimentos e ativos financeiros disponíveis no mercado.

⁴⁷CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; PINTO, Cláudia Saavedra, *ob. cit.*, p. 27.

⁴⁸ALBRECHT, Thomas W.; SMITH, Sarah J., *Corporate Loan Securitization: Selected Legal and Regulatory Issues*, *Duke Journal of Comparative and International Law*, Vol. 8 (1998), p. 411.

Segundo Fernando Araújo «se há coisa que revela a convencionalidade das nossas relações sociais e das referências e instituições que as fazem funcionar, essa coisa é a moeda. Usá-la nas trocas é fazer com que as pessoas trabalhem, produzam, alienem o seu património [...]»⁴⁹. Neste sentido, a política monetária e financeira das operações de titularização apresenta um maior fluxo de diversificação da economia *ceteris peribus* em relação ao fluxo de capitais.

Por outro lado, existe uma realidade que impacta negativamente as instituições financeiras como na qualidade do crédito, a probabilidade de haver uma diminuição do seu capital por detrimento do incumprimento por parte do mutuário e causando um volume significativo do custo de financiamento. De acordo com a teoria da institucionalização ou das cumulativas, podemos considerar que o mecanismo da titularização, apesar das inúmeras vantagens para a diversificação da economia e de investimentos, apresenta uma característica que consubstancia-se numa falha de mercado.

O crescimento económico lento, a volatilidade e as consequentes crises financeiras, são aspectos que devemos ter em consideração, uma vez que se a política monetária não for atrativa e se o mercado for afetado com elevados números de empréstimos e estes não forem cumpridos, poderá dar lugar novamente ao episódio estrondoso que foi o *subprime*. Portanto, as políticas implementadas como a titularização de créditos não-produtivos se este tornar-se insustentável e a medidas de garantia como no caso da Itália (são garantidas pelo poder público), entraremos numa situação de imparidade.

Nesta ordem de ideias concordamos com Lucilla, Stefano, Pina e Marco ao considerarem que «devido aos altos custos relacionados à alienação de NPL por meio da securitização, qualquer política que vise melhorar a solidez dos bancos deve levar em conta que o trade-off entre lucratividade e solidez pode ser exacerbado e a meta pode ser alcançada apenas por meio de uma política de redução de custos»⁵⁰.

⁴⁹ ARAÚJO, Fernando- Os Sistemas Monetários e Financeiros. In Introdução à Economia: introdução e microeconomia. Lisboa: AAFDL, 4.ª Ed., Vol. II, 2022, pp- 984-985.

⁵⁰ BITTUCCI, Lucilla; MARZIONI, Stefano; MURÉ, Pina; SPALLONE, Marco, “Securitization of (bad) Loans to Italian SMEs: The Role of the Public Guarantee”, *Banks and Banks Systems*”, VOL. 16, N.º 4 (2001), p. 202.

Quer isto dizer que, dado que um *trade-off* consubstancia-se numa situação de escolha em que para se ter um benefício de um lado, a outra opção de escolha traz um conflito. Isto é, estão implícitos custos de oportunidade, em que numa situação de instabilidade financeira e económica causada por NPLs, obriga as instituições financeiras a lidarem com escolhas difíceis para um rácio eficiente.

1.4.2 Avaliação de riscos e oportunidades

Todo e qualquer investimento é caracterizado por incertezas. Por este motivo, podemos assumir que os investidores conhecem e convencionam os eventuais resultados do investimento e a probabilidade de se ter um efeito positivo ou negativo. Desta feita, a leitura que se faz para denominar as incertezas dos investimentos é o que conhecemos por risco, o que torna hábil e passível de o investidor realizar uma análise de mercado sobre diferentes investimentos, tendo em conta os riscos associados.

Podemos trazer à colação alguns conceitos económicos como o princípio da racionalidade que traduz a ideia de que todo o indivíduo procura maximizar a sua utilidade, minimizando os custos. Por conseguinte, a satisfação da pessoa é aumentada por cada utilidade esperada até um certo ponto, isto porque a medida em que a satisfação aumenta, por outro lado ela diminui devido à utilidade marginal decrescente. Quer isto dizer que, a cada unidade de lucro de um investimento, a satisfação do indivíduo diminui. Ora vejamos, se A investe 2,00€ e recebe de retorno 1,50€, a medida que irá receber o lucro do investimento, a satisfação de receber irá diminuir.

Assim sendo, concordamos com Daniel Bernoulli sobre a teoria do paradoxo de S. Petersburgo ao considerar que os indivíduos tomam decisões tendo em conta a utilidade esperada (satisfação ou prazer). Isto é, as pessoas tendem a não considerar os riscos associados às suas decisões, «[...] porque o valor esperado dos retornos não capta a atitude dos indivíduos face ao risco, mas, e ao invés, é a utilidade esperada que se deve entender para compreender as escolhas dos indivíduos⁵¹», tal como consideram Arlindo Donário e Ricardo Borges dos Santos.

⁵¹ DONÁRIO, Arlindo Alegre; SANTOS, Ricardo Borges dos- Bernoulli e a Utilidade esperada. In Da Bíblia à Neuroeconomia: o porquê do estado do pensamento económico actual. Lisboa: Edições Sílabo. 2016, 1ª Ed., p. 136.

Partindo do pressuposto de que os indivíduos conhecem, sabem, concordam e procuram o investimento que mais lhes proporcionará unidades adicionais de satisfação (a utilidade esperada), interessa analisarmos quais são as atitudes que as pessoas têm face ao risco. Consideremos que existem três atitudes dos investidores face ao risco: aversão ao risco, propensão ao risco e a neutralidade ao risco.

Comecemos pela aversão ao risco. Os investidores ou indivíduos em situação de incerteza que desenvolvem um nível de cuidado maior ou afastamento do risco, são os denominados indivíduos avessos ao risco, que nesta situação «[...] o nível de prevenção será tanto mais elevado quanto maior for a severidade [...] devido ao prémio de risco por eles suportado [...]»⁵², tal como considera Arlindo Donário.

Estes investidores estão mais ligados aos ganhos, ou seja, são aqueles que preferem o certo ao incerto. Imaginemos que A (investidor) pretende realizar uma aplicação financeira e com isto tem duas opções de investimento que por um lado terá com uma taxa de juro baixa, mas com uma garantia de proteção do investimento e, do outro lado um investimento que, por sua vez, apresenta riscos maiores e com probabilidades de perda irreversível do investimento. Neste caso, o investidor preferirá a primeira opção, ou ainda se estiver diante de dois investimentos com resultados iguais, preferirá o que tiver menor risco, tendo em consideração a sua utilidade marginal.

Em relação aos neutrais ao risco, estes investidores têm uma indiferença ao resultado, isto é, segundo José da Fonseca «[...] entre dois investimentos alternativos, este tipo de investidor escolhe o que oferecer o maior resultado esperado, independentemente do risco que ambos apresentem»⁵³. Os indivíduos/investidores propensos ao risco, estes tendem a arriscar mais sem se preocupar com as perdas. O autor considera ainda que a propensão ao risco «[...] é a atitude do investidor que, posto perante dois investimentos com o mesmo resultado esperado, escolhe o que tiver maior risco [...]»⁵⁴.

⁵² DONÁRIO, Arlindo Alegre- Atitudes Face ao Risco. In Aumento das Sanções ou das Probabilidades de Aplicação da Lei? Lisboa: EDIUAL- Universidade Autónoma Editora. 2010, p. 20.

⁵³ FONSECA, José Alberto Soares da- A Decisão Financeira e as Atitudes Face ao Risco. In Gestão do Risco Bancário. [s.l]: Edições Almedina, 2024, 1ª Ed., p. 69.

⁵⁴ FONSECA, José Alberto Soares da, *ob. cit.*, p. 70.

A avaliação do risco pode ser enquadrada de duas formas: o risco da concessão do crédito e o risco do respectivo investimento (compra de títulos/ativos). Assim sendo, a primeira podemos relacionar com a qualidade do crédito pelo que «após a selecção do conjunto de activos a titularizar, as agências de rating procedem à sua análise de risco de incumprimento e atribuem a notação de risco aos créditos. Uma notação baixa indica um elevado risco de crédito⁵⁵», tal como considera Joana Marcos.

Os riscos da concessão de um crédito são associados à eventualidade de incumprimento de todo ou em parte das suas obrigações convencionadas, como o pagamento dos juros e das prestações do empréstimo. Neste sentido, o não cumprimento das suas obrigações leva a situações de insolvência das instituições financeiras, tal como ocorreu em 2008 que resultou numa crise financeira insustentável e incontrolável devido ao não cumprimento. Nesta matéria, José da Fonseca considera que o risco de crédito pressupõe duas modalidades: quantitativa e qualitativa.

Segundo o autor, entre as «entre as componentes qualitativas destacam-se a honestidade, experiência, profissionalismo e reputação [...]. Entre as componentes quantitativas destacam-se o nível de alavancagem do devedor (peso do endividamento em relação ao seu ativo total), a evolução do volume de vendas da empresa devedora, a sua rentabilidade, estabilidade financeira e perspectivas futuras⁵⁶».

O não pagamento do crédito pelo mutuário devido às situações de incapacidade financeira ou outro motivo adjacente, é um dos factores fulcrais para a análise do risco do crédito. Em relação à segunda modalidade do risco, esta prende-se com o risco de mercado. Ou seja, os factores externos alheios à natureza do tipo investimento, tais como a situação de taxa de juro variáveis, as situações de insolvência da instituição, entre outros factores, tudo isto causa externalidades negativas.

No que diz respeito às oportunidades, estas abrangem o lado positivo da titularização, como a possibilidade de investimento, «aumentam a liquidez dos mercados

⁵⁵MARCOS, Joana Filipa da Cruz, Fundos de Titularização de Crédito em Portugal: Perspectiva do Emitente e Investidor, Dissertação de Mestrado, [s.l.], Instituto Universitário de Lisboa, 2012, <https://repositorio.iscte-iul.pt/bitstream/10071/5055/1/TeseJFMarcos.pdf> (consult. 19/09/2024, p. 37).

⁵⁶ FONSECA, José Alberto Soares da, *ob. cit.*, p. 285.

financeiros, substituindo ativos e passivos não negociados no balanço patrimonial por instrumentos financeiros negociáveis⁵⁷», tal como consideram Alex Cowley e Dvid Cummins. Os autores consideram ainda que «a securitização tem o potencial de melhorar a eficiência do mercado e a utilização de capital no setor de seguros, permitindo que as seguradoras concorram de forma mais eficaz com as outras. [...] oferece novas fontes de capital de risco para proteger contra o risco de subscrição [...] como resseguro e cartas de crédito⁵⁸».

1.5 Operações “*open market*”: Operações “*overnight*” e direito à informação

A política monetária apresenta instrumentos ou métodos de funcionamento do mercado como por exemplo a circulação da moeda e remoção da mesma para um controle sistémico do mercado. A este tipo de operação é denominada por operações de mercado aberto ou *open-market*. Estas operações apresentam um importante papel para a liquidez e a devida gestão num cenário de titularização de crédito e, deste modo, para o sistema e estruturação dos créditos e como são financiados no mercado.

Isto é, o banco central como sendo a entidade que detém o poder de controle, fiscalização, gestão e efetivação, coloca a moeda em circulação no mercado e com isto adquire obrigações e os demais títulos de crédito que os particulares detêm no mercado de capitais, o que faz aumentar o poder de compra dos particulares. Ao retirar a moeda em circulação, o banco central (doravante denominado por BC) venderá títulos emitidos pelo Estado, como por exemplo títulos de tesouro de forma a fazer com que haja uma diminuição do poder de compra (maior quantidade de moeda) das pessoas.

No sistema financeiro e monetário de diversos mercados, como é o caso de Portugal, o BC tem a responsabilidade de gerir à nível externo a liquidez das instituições financeiras, por meio de impressão de moeda quando está em causa um requerimento de concessão de crédito e outras operações, como também a determinação da taxa de juro de curto prazo, de forma a manter um equilíbrio sistémico do mercado.

⁵⁷ COWLEY, Alex; CUMMINS, J. David, Securitization of Life Insurance Assets and Liabilities, *Journal of Risk and Insurance*, Vol. 72, Nº 2, p. 193.

⁵⁸ COWLEY, Alex; CUMMINS, J. David, *ob. cit.*, p. 194.

Ora vejamos. As operações *open market* ou operações de mercado aberto segundo o Banco de Portugal (BP):

«são iniciadas pelo BCE e executadas de forma descentralizada pelos bancos centrais nacionais. O BCE decide qual o instrumento a utilizar e os termos e condições para a sua execução. Em função do seu objetivo, regularidade e procedimentos, as operações de mercado aberto podem ser: Operações principais de refinanciamento, operações de refinanciamento de prazo alargado, operações ocasionais de regularização (*fine-tuning*) e operações estruturais⁵⁹».

As transações realizadas em operações *open market* são protegidas por regulamentações, apresentam um carácter que podemos considerá-lo determinante para o controle financeiro, porém por outro lado pode ser um instrumento de impacto negativo em relação aos rendimentos/liquidez devido à própria dinâmica do mercado e da procura dos ativos. Segundo S. Axilrod «o instrumento fornece grande flexibilidade no momento e no volume das operações de política monetária por iniciativa do banco central⁶⁰».

Nesta matéria, o autor considera ainda que «[...] para tornar as operações de mercado aberto um instrumento de política eficaz, a janela de desconto deve ser projetada para deter o acesso ao crédito do banco central de uma forma ou de outra, por meio de uma alta taxa de penalidade ou diretrizes restritivas⁶¹». Face ao exposto podemos considerar que este instrumento pode influir na uniformidade do sistema bancário e financeiro, entretanto deve haver uma conduta transparente para que haja um mercado competitivo e não prejudicial.

As operações *overnight* são diferentes das operações de mercado aberto, são efetuadas pelas instituições financeiras para que estas pratiquem entre si empréstimos para aumentar a sua liquidez, de forma a garantir uma maior estabilidade das mesmas e em particular daquelas que praticam operações de titularização. Ou seja, os créditos são

⁵⁹Banco de Portugal. Operações de mercado aberto. Disponível em: <https://www.bportugal.pt/page/instrumentos> (consult. 19/09/2024).

⁶⁰ AXILROD, Stephen H.- Introduction. In Transformation of Markets and Policy Instruments for Open Market Operations. [s.l]: International Monetary Fund, 1995. p. 1.

⁶¹ AXILROD, Stephen H., *ob. cit.*, p. 5.

transformados em instrumentos financeiros que podem ser transacionados no mercado, sejam eles empréstimos, depósitos ou outro ativo financeiro.

Estes dois instrumentos essenciais para a estabilização do mercado financeiro e da economia em especial de Portugal, são fundamentais para a dinamização dos investimentos. No que respeita à titularização de ativos em que esteja em causa um crédito, o originador (banco) fornece um empréstimo que podemos trazer como exemplo um empréstimo hipotecário, após a concessão o banco passa os poderes de credor a um SPV que por outro lado este (o banco) recebe juros e o correspondente valor monetário da venda. O ponto alvo desta transação é o interesse contratual que o banco tem com o mutuário que é retido por um SPV.

Com base nestas ilustrações podemos levantar inúmeras questões: será que as empresas ou pessoas singulares devem confiar os seus investimentos a uma entidade que ao realizar as operações de titularização coloca em causa o risco do crédito realizado? Será que não gera problemas éticos? Ou seja, sendo que o vínculo entre o devedor e o organizador é quebrado, a quem recai a responsabilidade civil pelo risco?

Portanto, partindo do pressuposto de que a titularização coloca em causa a credibilidade e o funcionamento dos intermediadores/bancos/organizadores, podemos analisar a realidade de Portugal que assenta na qualificação de os bancos poderem ser os detentores originais, esta isenção de risco associado, acarreta desvantagens e prejuízos à esfera jurídica dos devedores.

Ora vejamos, uma vez que a relação jurídica foi estabelecida com o banco e não com um terceiro interveniente e poderá ainda afetar a eficiência alocativa de capital no mercado económico, ou seja, poderá o sistema jurídico por intermédio desta alocação de capital gerar ganhos para todas as partes envolvidas a fim de se chegar a um ótimo de pareto?

Dado o exposto acima, consideramos haver uma assimetria de informação nesta relação jurídica entre o banco (como figura mais utilizada em Portugal e diversos países), e o devedor. Consequentemente os investidores e os veículos intermediários denominados em Portugal sociedades e fundos de titularização, são segundo a versão original do Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de novembro.

A questão da transparência nas informações prestadas aos investidores, precisa de maior atenção do legislador não somente por causar falhas de mercado, mas também por uma questão sistémica da complexidade que tem a titularização. Neste sentido, é fundamental haver uma maior transparência por se tratar de um mecanismo que os cessionários necessitam para uma melhor transação dos ativos e a correspondente qualidade dos créditos.

Capítulo II- A Problemática do regime fiscal em Angola e em Portugal

2.1 Regime fiscal da titularização de créditos futuros e o planeamento fiscal

A) Portugal: Regime fiscal em geral

Partindo do regime das operações de titularização de crédito no contexto português na sua forma original pelo DL 453/99, de 5 de novembro, o regime fiscal da mesma com o objetivo de transmitir uma neutralidade dos SPV, os respectivos fundos e as demais sociedades de titularização, implementou-se de igual modo um regime para colmatar as vicissitudes decorrentes a nível fiscal com o DL 2019/2001, de 4 de agosto⁶², que foi alterado pela Lei n.º 109-B/2001 de 27 de dezembro e pelo DL n.º 303/2003 de 5 de Dezembro para as operações de titularização de créditos futuros.

Vários são os problemas que se levantam em volta da tributação tanto do cedente quanto do cessionário. Em sede de IRC (Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas) as tributações das entidades cedentes estão abrangidas por duas modalidades: positiva ou negativa, tal como dispõe o art. 2.º, n.º 1, al. a) e b) do DL 2019/2001, de 4 de agosto.

Em relação às entidades cessionárias, estas estão abrangidas pela tributação prevista no Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (CIRC), em especial aquelas que praticam atividade comercial, agrícola ou industrial como principal função e decorrem também da modalidade “diferença positiva” propriamente em relação ao valor da cessão e o valor nominal dos créditos, tal como dispõe o art. 3.º, n.º 1 e 2 do Decreto.

⁶² Foi alterado pelo DL 303/2003, de 5 de dezembro.

A diferença positiva ou negativa entre o valor da cessão e o valor contabilístico dos créditos pode ser entendida da seguinte forma: a primeira, de acordo ao art. 2.º, n.º 1, al. a) do Decreto, será considerada como proveito ou rendimento no exercício da cessão para a esfera do cedente, pelo que está isento de IRC nos casos em que os titulares /cedentes (entidades previstas no art. 9.º do CIRC) forem entidades não residentes em território português e sem estabelecimento estável⁶³, como dispõe o n.º 4 do mesmo artigo.

Englobam na esfera dos proveitos, as remunerações de gestão auferidas pela entidade cedente, como dispõe o n.º do art. 2.º. Aplica-se a flexibilidade da lei em relação à retenção na fonte, em termos de IRC, aos rendimentos derivados da cessão de créditos, como determina no n.º 5 do mesmo artigo. Este último tópico iremos analisá-lo com mais detalhes, em diferentes aspectos.

Em relação à diferença negativa (ainda na esfera do cedente), considera-se como um custo no exercício da cessão, fora os casos em que a entidade cedente adquira qualquer interesse nos proveitos da entidade cessionária, caso em que o custo deve ser diferido, em fracções iguais, nos exercícios compreendidos entre a data da cessão do crédito e a data do seu vencimento, como dispõe o n.º 1, al. b), do art. 2.º.

Estes rendimentos ou proveitos estão abrangidos por uma isenção em sede do Imposto do Valor Acrescentado (IVA) nos termos do art. 5.º do DL 2019/2001, de 4 de agosto, as operações de administração e a gestão dos fundos de titularização de créditos, as prestações de serviços de gestão de créditos abrangidas nos requisitos do art. 5.º do DL n.º 453/99, de 5 de novembro e as operações decorrentes dos depositários abrangidos pelo art. 24.º do mesmo Decreto. Há também uma isenção do imposto de selo como dispõe o art. 6.º do DL 2019/2001, de 4 de agosto.

B) Planeamento fiscal

⁶³ Art. 2.º, n.º 4, al. b) do DL 2019/2001, de 4 de agosto: Entidades não residentes em território português e sem estabelecimento estável situado neste território ao qual os rendimentos sejam imputáveis, excepto nos casos em que a entidade não residente seja uma pessoa colectiva detida, directa ou indirectamente, em mais de 25% por entidades residentes ou seja residente de Estado ou território constante de lista aprovada por portaria do Ministro das Finanças.

O regime das operações de titularização de crédito futuro apresenta quatro elementos cruciais como a neutralidade fiscal, o incentivo às operações financeiras, a flexibilidade para créditos futuros e a competitividade dos instrumentos utilizados. Estes elementos caracterizam-se por benefícios fiscais e, em particular, o planeamento fiscal e a isenção das SPV's. No que respeita aos tramites do pressuposto da tributação dos SPV's, há quem defenda a existência de uma evasão fiscal, isto é, um aproveitamento das isenções estabelecidas a estas entidades.

Por conseguinte, Diogo Leite de Campos, Isabel Vasconcelos e Cláudia Saavedra consideram que o SPV deve ser tratado «como uma simples via de comunicação na medida em que distribui o seu rendimento, aplicando-se só um imposto no caso de reter rendimento⁶⁴». Falar sobre a evasão fiscal vai muito mais além do que um aproveitamento.

Trata-se de um mecanismo ou via utilizada para que as pessoas (singulares e/ou coletivas), tenham a prerrogativa de fazerem um planeamento fiscal abusivo e até mesmo uma violação ao princípio da neutralidade fiscal e como consequência, a lei impõe mecanismos de prevenção contra situações abusivas como dispõem os arts. 63.º do CPPT e 38.º, n.º 2 da LGT.

Assim sendo, pelo facto de a lei permitir que haja benefícios fiscais, há um crescente número de operadores que buscam de forma complexa reduzir e/ou eliminar as suas cargas tributárias e tem sido cada vez mais aplicado devido a internacionalização e interesses pessoais dos operadores. Entretanto, há uma necessidade de prevenção das receitas fiscais do estado para o combate a estas práticas, para que haja uma tributação justa e equitativa.

No que respeita à titularização de créditos, os autores acima referidos defendem uma visão mais permissiva. Isto é, «as transações são levadas a cabo por razões não fiscais e o papel do planeamento fiscal e de evitar desnecessários aumentos de impostos que

⁶⁴ CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; PINTO, Cláudia Saavedra, *ob. cit.*, p. 157.

tornariam as transações não económicas⁶⁵». Com efeito, o objetivo da neutralidade fiscal é o de prevenir um aumento da carga tributária.

Daí que o elemento fulcral das operações de titularização em relação o regime fiscal, prende-se na existência de um veículo de titularização e que em vista disso, Luís Marques considera que um SPV atua como um instrumento de «[...] transmissão em massa de direitos de créditos, aptos a gerar fluxos financeiros duradouros, sendo aqueles -créditos - a garantia dos valores mobiliários emitidos por entidades constituídas [...] para o efeito⁶⁶». Com base nesta narrativa, consideramos que deve vigorar a neutralidade e/ou a transparência fiscal.

Desta feita, Diogo, Isabel e Cláudia consideram que o SPV «não deve ser visto como uma entidade tributável⁶⁷». Partindo desta análise e tendo em conta que este é um instrumento “intermediador” entre o Originador e o Investidor, esta não possui rendimentos e nem os retém. Isto é, não é uma terceira parte do contrato ou da negociação, mas sim um mecanismo com legitimidade para praticar atos com finalidades especiais.

Segundo os autores, «[...] se as leis fiscais tributassem o rendimento na titularidade do SPV, haveria dupla tributação do rendimento na medida do interesse do originador. [...] no caso de haver [...] uma tributação específica sobre o veículo, as transações [...] tornar-se-iam inviáveis⁶⁸». Há uma grande necessidade de desmistificarmos duas realidades diferentes, mas com tratamentos iguais em relação a tributação.

Ou seja, segundo os autores «numa transação meramente financeira o originador cria e mantém bens e financia-os. A criação dos bens leva a um retorno e o financiamento tem um custo de obtenção dos fundos. O Originador é tributado na sua margem, isto é, a diferença entre a taxa do retorno e o custo do financiamento. Já no caso da titularização, o originador é o vendedor dos bens, e os prestamistas tornam-se investidores nos títulos

⁶⁵ *ibidem*.

⁶⁶ FILIPE-MARQUES, Luís- Noção Geral de Titularização de Créditos. In A Especial Função dos SPV's na Titularização de Créditos: alcance a sua responsabilidade. Porto: Librum Editora, 2017. p. 40.

⁶⁷ CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; PINTO, Cláudia Saavedra, *ob. cit.*, p. 158.

⁶⁸ *ibidem*.

do SPV⁶⁹». Os autores chamam também atenção ao facto de colocar-se em causa se a transação feita deve ser tratada como uma venda e bens pelo originador ou como um negócio financeiro.

Uma vez que consideramos que os veículos intermediários não auferem rendimentos (lucros) próprios no exercício das suas atividades, não há lugar à tributação em sede de IRC. Porém, se estivermos diante dos créditos titularizados (que inclui o devido pagamento de juros), há uma necessidade de saber se a retenção na fonte em sede de IRC deve ou não continuar a incidir nestes juros. Isto é, o que se procura compreender é se estes juros englobam nos lucros gerados pelo veículo ou devem ser considerados como um elemento que consta da massa cedida.

Analisada a parte da isenção de tributação dos veículos de titularização decorrentes da cessão de créditos, interessa analisarmos a outra vertente que se prende com os lucros ou proveitos obtidos pelas vendas destes ativos aos investidores. Esta venda, ao contrário do que se verifica na operação de cessão de créditos, é passível de tributação em sede de IRC e no que respeita aos investidores pelo pagamento dos juros gerados pela compra dos ativos, este estão sujeitos a retenção na fonte (caso o investidor residir em território nacional).

C) Créditos futuros

Desta feita, iremos centrar-nos no debate em volta do tema da titularização de créditos futuros, uma vez que, em relação à operação de titularização, estão associadas expectativas ou perda de chances como um direito. Isto é, a figura da perda de chance centra-se na expectativa depositada pelas partes para uma futura oportunidade de realização do acordado, de forma normal e respeitando os parâmetros legais, que realizar-se-ia futuramente nos trâmites normais.

Daí que esta figura caracteriza-se como um dano que se consubstancia num bem jurídico não patrimonial que se restringe às emoções, os sentimentos e as expectativas depositadas aquando do acordo (ainda que não concluído) que foi estabelecido. O

⁶⁹ CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; PINTO, Cláudia Saavedra, *ob. cit.*, p. 158-159.

Supremo Tribunal da Justiça considerou que «[...] há perda de chance quando se perde um proveito futuro, ou se não se evita uma desvantagem por causa imputável a terceiro»⁷⁰.

Portanto, a expectativa jurídica que é transacionada no mercado em que uma parte deposita confiança e a outra compromete-se em cumprir o acordado, situação esta que Diogo, Isabel e Cláudia consideram tratar-se de uma «atualização de um valor assente em receitas futuras. O cedente quer obter, “*hic et nunc*” uma receita, um ganho, e não no futuro. [...] há a receção de uma receita hoje pela alienação de um bem atual. [...] temos de assentar em que a receita da cedência de créditos (futuros) é sempre proveito (também para efeitos fiscais) no exercício da cessão»⁷¹.

D) Angola

No que respeita ao contexto angolano, a titularização de créditos encontra-se numa fase embrionária. Verifica-se uma dinamização dos investimentos financeiros e pouco ou quase nada se estuda sobre os créditos futuros, pelo que apresenta uma incerteza significativa que para alguns pode ser um meio de desincentivação por falta de conhecimento deste instrumento. O contexto angolano enfrenta desafios pela pouca informação e adaptação da própria economia, o que torna insuficiente a concepção destas operações.

Um dos aspectos fundamentais do rácio tributário, é a falta de leis aplicáveis a estes casos. Existe uma ausência de regimes tanto para os incentivos fiscais especificamente aos ativos securitizados tanto para os créditos futuros e até mesmo um estudo de mercado destas inovações. O factor da inclusão financeira pode ser considerado com um dos desafios para colmatar estes empasses.

Deste modo, esta problemática torna-se complexa e incerta, o que faz com que haja uma diminuição de investimentos financeiros e do próprio crescimento da economia para uma potencialização das ferramentas que cada vez mais têm sido utilizadas em países

⁷⁰ Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 2014- Proc. n.º 824/06.5TVLSB.L2.S1 (Fonseca Ramos), <https://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/597eea8446b7be9080257d090034f717?OpenDocument> (consult. 01/12/2024).

⁷¹ CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; PINTO, Cláudia Saavedra, *ob. cit.*, p. 164-165.

mais desenvolvidos. Um dos aspectos que se torna inacessível e inaplicável no momento atual, é o risco elevado de créditos não-produtivos, o que faz com que as instituições financeiras estejam cada vez mais num nível de risco de inadimplência. Há um caminho enorme a percorrer para que haja um desenvolvimento financeiro e económico mais sustentável e atrativo.

Uma vez que o nosso debate tem Portugal como referência é, para nós, importante trazer à colação a estrutura que é utilizada para o contexto angolano para que haja um sistema legislativo tributário e a elaboração da constituição e implementação de um modelo mais sustentável e sistémico. Neste sentido, tendo em conta ao procedimento existente no contexto angolano tendo um veículo intermediador como em Portugal, verificamos uma semelhança que pode ser discutida.

Comecemos pelo regime geral da titularização de ativos, como é denominado em Angola. Uma vez que o DL n.º 6-A/15 de 16 de novembro, como regime geral da titularização de ativos, prevê de igual modo dois veículos intermediadores (os fundos de investimento de titularização e as sociedades de investimento de titularização, como prevê o art. 1.º, n.º 2, al. a e b).

Tem em sede de tributação dos ativos o Imposto sobre a Aplicação de Capitais (IAC), numa relação de incidência objetiva dos capitais na secção A (os juros de capitais mutuados) e tendo em conta ao facto de que em Portugal a posição dominante para a tributação de uma operação de titularização de créditos bancários entende que deve englobar uma obrigação de retenção na fonte (assumindo que o veículo intermediador passou a assumir a posição de mutuante devido a cessão), os juros são considerados como proveitos (seja dos investidores, do veículo ou quiçá do gestor dos créditos) para nós, nos parece ser uma ideia relevante a aplicar no contexto angolano.

O regime geral da titularização de ativos de Angola, prevê também a possibilidade de serem cedidos créditos futuros (art. 33.º, n.º 1, al. a). Transportando os métodos aplicados em Portugal de que em caso de cessão de créditos futuros é considerado sempre como um proveito no exercício da cessão (diferença positiva) e um custo no exercício da cessão se estivermos diante da diferença negativa; uma vez que a lei geral da titularização

de ativos de Angola nada refere sobre a tributação deste tipo de operação, podemos aplicá-la em forma de analogia utilizando os mesmos critérios.

Os créditos futuros foram muito discutidos ao longo da nossa investigação e consideramos que o cerne desta temática prende-se, por um lado, pelo valor contabilístico e de uma avaliação do respectivo bem (a expectativa jurídica), trazendo à colação o art. 1.º, n.º 2, al. d (os títulos) e 13.º, n.º 1, al. h), do Código do Imposto Industrial (CII) podemos verificar uma apelação à tributação dos veículos intermediários pelo exercício da cessão efetuada e não pelo “lucro”, porque estas entidades não auferem rendimentos, como foi referido anteriormente. Embora o regime geral da titularização de ativos nada refere sobre a tributação destes veículos, podemos aplicar este método.

Em relação ao veículo intermediador, podemos aplicar de igual modo os benefícios fiscais, tal como sucede em Portugal. Ou seja, nos termos do art. 28.º, n.º 1, al. a) e n.º 3, primeira parte do Código dos Benefícios Fiscais. Neste sentido, a mesma forma de determinação do lucro/proveito ou rendimento tanto em Portugal para as operações de titularização (diferença positiva e/ou negativa), como em Angola o procedimento é semelhante.

Porém, o código nada refere sobre a titularização de ativos. Deste modo, aplicando as directrizes dispostas no art. 29.º do mesmo código ao prever as mais ou menos valias dos rendimentos dos lucros, estas são determinadas, de igual modo, por uma diferença positiva e negativa (n.º 2 do mesmo artigo). O regime geral da titularização de ativos de Angola, nada refere sobre a exigibilidade de se efetuar uma cessão de crédito, o que demonstra uma divergência de aplicabilidade em relação a Portugal.

Por outro lado, o Regime Geral das Instituições Financeiras de Angola nos termos do art. 201.º, prevê a cessão (embora não especificando o tipo de cessão, mas vamos assumir que seja uma cessão de crédito). No contexto português, tal como foi referido anteriormente, desde logo disposto no art. 1.º, n.º 1 e 2 do regime geral da titularização de créditos decorrente do DL n.º 453/99, de 5 de novembro, estabelece uma exigibilidade formal de aplicabilidade de uma cessão de crédito.

Quer isto dizer que, em caso de titularização de ativos e tendo sempre em consideração que, a operação de titularização de crédito geralmente constitui-se por meio de uma cessão do crédito, o proveito que a figura do cedente apresenta, será considerado no ano que se efetuar a cessão e pode ainda ser tributado em sede de mais ou menos valias se os créditos futuros integrarem no valor contabilístico, apesar de que a tributação como proveito seja a regra, como foi referido anteriormente.

Desta feita, apesar do regime fiscal das operações de titularização de créditos em Portugal determinar uma flexibilidade em relação à retenção na fonte sobre os rendimentos derivados da cessão de créditos (art. 2.º, n.º 5), para o contexto angolano apesar de nada referir, podemos fazer a mesma analogia. Tendo em conta ao que foi referido anteriormente sobre o benefício fiscal dos veículos intermediários, em Angola os organismos de investimento coletivo de titularização na sua forma especial, integram a qualificação normativa de tributação diferente, como determinam os arts. 28.º, n.º 1, al. a) a uma taxa reduzida em 10% do Código dos Benefícios Fiscais.

Uma vez que os créditos cedidos (do originador para o veículo ou os OIC em Angola) são tributados na esfera jurídica do cedente no ano que decorrer a cessão, havendo uma tributação dos OIC ainda que a uma taxa reduzida decorrente de benefícios fiscais, verifica-se uma dupla tributação. Isto é, se os bancos ou as instituições financeiras cedem os créditos e os veículos são entidades que não auferem rendimentos, ou seja, são constituídas especificamente para praticar as atividades determinadas em contrato, não há como tributar estas duas operações (na cedência) porque tornaria o investimento inviável.

Nesta senda, a nossa sugestão é a de aplicação da mesma analogia verificada em Portugal para uma diminuição da carga tributária, implementando tributações no decurso da cessão em sede de IRC (que equivale ao Imposto Industrial em Angola) e uma flexibilidade tributária para o veículo intermediador (os organismos de investimento coletivo em Angola), de modos a afastar uma dupla tributação, o que afetaria a confiança depositada aos veículos nestas operações.

Ao considerarmos que a titularização de créditos deve ser tratada como um negócio financeiro, as instituições financeiras ou o originador, obterão vantagens porque este tratamento afasta a tributação imediata das operações e torna as transações eficientes,

embora Diogo, Isabel e Cláudia consideram haver uma afetação à neutralidade fiscal com esta atuação ao considerar que as operações de titularização tenham um tratamento financeiro.

Podemos aplicar a mesma analogia à isenção de imposto de selo para os casos de cessão de crédito como se verifica em Portugal, nos termos do art. 6.º do regime fiscal das operações de titularização, uma vez que os diplomas de tributação de Angola para os casos de titularização de créditos são inexistentes. O art. 32.º do regime jurídico dos organismos de investimento coletivo de titularização de ativos de Angola prevê as entidades que podem ceder créditos.

Com isto, trazemos à colação as considerações de Diogo Leite de Campos, Isabel e Cláudia ao defenderem que «se o valor da cessão-proveito fiscal no ano respectivo, por mera hipótese – for reconhecido como proveito sob o ponto de vista contabilístico em anos subsequentes não deverá integrar o lucro tributável sendo, antes, deduzido deste⁷²».

Partindo do ponto de vista de que uma operação de titularização de crédito começa com o mútuo entre o banco e o devedor (o requerente do crédito) e esta carteira (o mútuo em si) é cedida (efetuando-se uma verdadeira venda) a um veículo intermediador. Posteriormente, o veículo abrirá obrigações que serão transacionadas no mercado de capitais.

Os investidores que comprarem estes títulos financeiros (obrigações) seja em que período e valor for acordado para o prazo do pagamento (poderá ser de 3 em 3 meses ou de 6 em 6 meses durante 5 anos, por exemplo), serão pagos por meio dos juros que o veículo há de receber por detrimento da cessão, uma vez que o banco deixou de ser o primeiro titular do crédito.



⁷² CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; PINTO, Cláudia Saavedra, *op. cit.*, p. 167.

Este modelo de operação de titularização para o contexto angolano seria viável e eficiente. Neste sentido, a BODIVA (Bolsa de Dívida e Valores de Angola) é um mercado centralizado onde são transacionados entre os emitentes e os investidores diversos tipos de ativos financeiros como por exemplo ações, títulos de dívida pública, fundos de investimento, entre outros, com o objetivo de contribuir para uma economia mais sustentável em Angola.

Um dos grandes papéis que este mercado teve para a estabilidade financeira e económica de Angola, no episódio que foi a crise financeira de 2014 no país, foi o de contribuir significativamente ao financiamento local e para a redução da dívida pública por meio de compra e venda de títulos ou obrigações de tesouro e sem esquecer das obrigações de títulos corporativos para uma capitalização das empresas, o que faz aumentar a liquidez.

Para uma melhor aplicação ao mercado angolano, na qual as obrigações são abertas pelo veículo de titularização, estas posteriormente são transacionadas pela BODIVA, sendo a última fase de uma operação de titularização. Relembrando que, nestas operações, os pagamentos dos juros aos investidores são efetuados diretamente pelos recebíveis do mútuo realizado na primeira fase.

Após termos analisado a forma de tributação da transação da cedência feita entre o originador e o veículo intermediador, em que nesta operação os veículos ficam isentos de tributação por não auferirem rendimento e somente as instituições financeiras (o originador) são tributadas em sede de IRC (Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas em Portugal), em Angola aplicar-se-ia o Imposto Industrial que têm a mesma incidência.

Vamos centrar-nos no estudo das formas de tributação das operações decorrentes das vendas das obrigações aos investidores e a consequente compra que reveste-se em lucro para os veículos de titularização. Partindo da análise feita no parágrafo anterior, o que se procura saber é: como é que um veículo de titularização pode ser tributado? Será que os investidores ficam isentos nesta operação? Como aplicamos esta metodologia ao contexto angolano?

Uma vez que após a venda da carteira de crédito (a cessão) a favor do veículo intermediador, este “revende” os ativos aos investidores a um valor superior em forma de obrigação e desta venda decorrerão lucros e estes lucros em sede de tributação englobam na massa contabilística que podemos considerá-la como um proveito (uma diferença positiva) e este proveito/rendimento é tributável.

Isto é, este lucro das obrigações compradas pelos investidores e naturalmente o pagamento de juros aos investidores pela compra do título financeiro, em sede de tributação o proveito da operação da venda que o veículo efetuou, é passível de englobar na massa tributável o que faz afastar as isenções que anteriormente foi referido na nossa investigação.

De acordo ao Regime Fiscal dos Organismos de Investimento Coletivo de Angola, os veículos de titularização (as sociedades de investimento coletivo e os fundos de investimento coletivo) por englobarem na forma especial dos organismos de investimento coletivo (OIC), são passíveis de tributação desde logo como podemos verificar no disposto do art. 1.º e com isto, são tributados em sede de Imposto Industrial (art. 2.º), porém abrange uma isenção de IAC (art. 3.º, primeira parte), e estes lucros são tributados na sua totalidade quer sejam auferidos em território nacional ou no estrangeiro (art. 6.º) e o proveito é contabilizado em mais ou menos valias (seja positiva ou negativa), tendo em conta que o lucro contabilístico é passível de imposto industrial decorrentes da contabilização efetuada no exercício das suas atividades (art. 7.º).

O Imposto Industrial aplicável aos OIC (em particular os mobiliários) é de 7.5% (art. 9.º, primeira parte). Estão isentos de Imposto de Selo nos aumentos de capital (as obrigações), sobre as comissões de gestão e sobre as comissões cobradas pelas instituições depositárias de valores mobiliários, sem esquecer da isenção ao Imposto de Consumo sobre as comissões de gestão cobradas pelas entidades gestoras (a BODIVA), como podemos verificar no art. 15.º, n.º1, al. a, b e c.

É também aplicada em sede de IAC, aos investidores, uma tributação ao abrigo do art. 9.º, n.º 1, al. c) e al. p) do diploma. Portanto, podemos verificar uma vantagem ao Estado pelo recebimento de receitas provenientes de aplicações financeiras. E com a

implementação de um regime fiscal para as operações de titularização, seria mais eficiente para o Estado Angolano uma fonte adicional de receitas públicas.

O que contribuiria para o contínuo crescimento económico do sistema financeiro e com a implementação de políticas monetárias equivalentes tanto do sistema angolano como o português, consideramos que a titularização de créditos com base na estrutura apresentada, representa um mecanismo de um desenvolvimento mais sustentável.

2.2 Posição adoptada (Portugal)

Partindo da faculdade de que o processo de titularização se dá por meio de uma cessão de crédito, Diogo, Isabel e Cláudia elencam métodos que poderão solucionar o debate em volta dos aspectos tributários mais especificamente em sede de IRC. Dado que o valor cedido tendo como objeto os créditos futuros em sede de tributação, é considerado um proveito ou rendimento atual. Isto é, para os autores «[...] o cedente suportará custos com o nascimento desses créditos mais tarde, quando suportar esses custos para que nasçam os créditos cedidos⁷³».

Ou seja, os autores dividem os seus fundamentos em duas vertentes, em que por um lado pode ser analisado com base no proveito e por outro lado com base nos custos. A primeira abordagem prende-se na expectativa depositada e com isto «[...] o valor a que se vende as expectativas, é o proveito que serve de base ao imposto. Proveito que pode ser superior ou inferior ao valor contabilístico dos créditos⁷⁴».

Interessa realçar que o debate gira em torno da figura do cedente. Ou seja, o proveito ou rendimento é considerado no ano que se efetuar a cessão e pode ainda ser tributado em sede de mais valias ou menos valias se porventura os créditos futuros englobarem no valor contabilístico, embora a regra seja a tributação como proveito. Desta feita, os custos acrescidos em momentos posteriores para a constituição do crédito, estão englobados em sede de tributação.

⁷³ CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; PINTO, Cláudia Saavedra, *op. cit.*, p. 165.

⁷⁴ CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; PINTO, Cláudia Saavedra, *op. cit.*, p. 166.

Em relação aos custos, os autores consideram tratar-se de custos dos serviços inerentes ao vínculo acordado para o recebimento dos créditos, fazendo com que tenham um resultado positivo por um lado ou negativo por outro lado. Estes custos podem ser considerados como custos explícitos que se traduzem em pagamentos efetuados para aquisição de qualquer bem, isto é, uma saída monetária.

Capítulo III - Aspectos Jurídicos da Cessão de Créditos

3.1 Cessão de créditos: aspectos gerais

O fundamento de uma titularização prende-se com a cessão de crédito, e em termos gerais, esta pode ser classificada como um meio de substituição ou modificação do credor inicial ou originador, por um terceiro. Ou seja, por meio de um contrato efetua-se uma transmissão da relação jurídica anteriormente existente, um direito de crédito. Neste sentido trazemos à colação Luís Menezes Leitão ao considerar que «os créditos e as dívidas correspondem situações de natureza patrimonial, pelo que não deve haver obstáculos à sua transmissão, quer integrados num património [...], quer isoladamente [...]»⁷⁵.

Nos termos do art. 577.º e ss do CC encontramos a base legal da cessão de créditos, pelo que para a efetivação, não se consubstancia numa obrigação de o credor requerer o consentimento do devedor. Por outro lado, a lei determina exigibilidade para que esta relação jurídica seja efetivada nos trâmites legais. Isto é, a norma exige que haja um negócio jurídico e este pode ser cedido na totalidade ou em parte; uma ausência de vicissitudes legais ou acordo das partes; e uma não ligação ou vínculo do credor em detrimento da própria natureza da prestação.

Em suma, a lei exige para a sua eficácia o conhecimento do devedor afastando a autorização⁷⁶ ou notificação como um dos elementos de exigibilidade, como dispõe o n.º 1 do art. 577.º, do CC. Esta transferência de ativos é operada por dois instrumentos: o

⁷⁵ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes- Da Transmissão das Obrigações. In Direito das Obrigações: transmissão e extinção das obrigações. Não cumprimento e garantias do crédito. [s.l.]: Edições Almedina, 2008, Vol. II, 6.ª Ed., p. 11.

⁷⁶Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 2021- Proc. n.º 348/16.2T8BJA-A.E1.S1 (Maria Clara Sottomayor), <https://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/2f6b0e77d4ad03fe8025874b00355e2e?OpenDocument> (consult. 04/01/2025).

cedente e o cessionário. O primeiro representa a pessoa ou entidade que cede a sua posição de credor ou os seus direitos a uma outra; e o segundo representa a entidade ou pessoa que adquire ou recebe estes direitos.

Esta transmissão ou transferência de direitos «pode ocorrer em relação à totalidade, ou apenas em relação a parte do crédito, sendo que, neste último caso, ambos os créditos terão o mesmo grau, pelo que nenhum deles terá preferência no pagamento⁷⁷», tal como considera Menezes Leitão.

A cessão de crédito é aplicada em diversas áreas e tem com efeitos nas operações de titularização que é o ponto essencial do nosso estudo, como é desde logo regulado pelo DL 453/99, de 5 de Novembro. Neste sentido, o cessionário apresenta um carácter fulcral, uma vez que este possui o papel definidor do regime da cessão de créditos no que respeita à titularização.

Os mesmos preceitos de exigibilidade de forma aplicadas no direito substantivo, aplicam-se de igual modo nesta vertente da cessão de créditos, diploma supracitado, no seu art. 7.º, n.º 1 determina uma forma única de legitimação por documento particular. Assim como o art. 578.º, do CC prevê o documento particular como forma para que a cessão de créditos seja legítima, o que afasta a escritura pública e a liberdade de forma e colocando somente o documento particular como elemento peremptório de celebração.

Com isto, no contexto português, as entidades existentes que têm a anuência de ceder créditos a outras, são o Estado e as demais entidades coletivas públicas, as sociedades financeiras, as empresas de seguros, as instituições de crédito, os fundos de pensões, as sociedades gestoras de fundos de pensões bem como outras pessoas coletivas cujas contas nos últimos três anos tenham sido objeto de certificação legal por auditor registado na comissão do mercado de valores mobiliários (CMVM), nos termos do art. 2.º, n.º 1, do DL 453/99, de 5 de Novembro. Por outro lado, a lei determina uma dualidade de entidades cessionárias que são os fundos de titularização de créditos e as sociedades de titularização de créditos, nos termos dos arts. 1.º, n.º 2 e art. 3.º do mesmo diploma.

⁷⁷ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *op. cit.*, p. 25.

3.1.1 Tipos de créditos e enquadramento legal

Em especial, a cessão de créditos relativamente à titularização, por um lado apresenta diversas categorias ou tipos de créditos no que concerne ao seu objecto, pelo que sem a verificação destes requisitos, não podem ser objecto de cessão para titularização de créditos, tal como dispõe o art. 4.º, n.º 1 do mesmo diploma: a sua transmissibilidade não se encontra sujeita a restrições legais ou convencionais; serem de natureza pecuniária; não se encontrarem sujeitos a condição; não se encontrarem vencidos; não serem litigiosos, não se encontrarem dados em garantia nem judicialmente penhorados ou apreendidos.

Menezes Leitão, nesta matéria, considera que estas exceções advêm 4 realidades: do próprio conteúdo do art. 577.º do CC relativamente à cessão de créditos nos trâmites gerais; em relação à natureza pecuniária com base no art. 550.º e seguintes do CC e afastando o carácter patrimonial da referida prestação nos termos do art. 398.º do CC; e a terceira realidade prende-se na não subordinação a condição, ou seja, tal resulta de os créditos com essa característica serem factor de incerteza na operação; e por fim o factor da exclusão dos créditos litigiosos nos termos do art. 579.º, n.º 3 e 581.º, do CC.

Neste sentido, o Autor apresenta uma solução para estas situações, considerando que partindo da «[...] idoneidade e da certeza que devem revestir os créditos para efeitos da operação. Por esse motivo, a admissibilidade de inclusão dos créditos futuros é também fortemente restringida, já que o art. 4.º, n.º 3 apenas admite a sua cessão para efeitos de titularização desde que emergentes de relações já constituídas [...]»⁷⁸.

Existe também a modalidade dos créditos pelo Estado e da Segurança Social como excepção à regra do n.º 1 do art. 4.º do DL 453/99, de 5 de Novembro. Isto é, a norma determina que estas entidades para efeitos de titularização, são autorizadas a efetuarem cessões ainda que estejam sujeitas a condição, nascidas de relações jurídicas tributárias, sejam litigiosos ou estejam vencidos, como dispõe a Lei n.º 103/2003⁷⁹ e o art. 4.º, n.º 2 do diploma acima referido.

⁷⁸ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes- Cessão de Créditos. [s.l]: Edições Almedina, 2005, 1.ª Ed., p. 554.

⁷⁹ Regulado pela portaria 1375-A/2003, de 18 de dezembro.

3.2 A Cessão de créditos futuros: procedimentos e a problemática jurídica

Os fluxos futuros ou créditos futuros são assuntos que revelam grande particularidade e atenção do mercado financeiro e jurídico. Quer isto dizer que, os créditos futuros, como anteriormente foi analisado, no âmbito do direito substantivo apresentam uma relevância especialmente em questões ligadas à cessão de créditos e aos contratos. Isto é, os créditos futuros revestem-se de uma nomenclatura de direitos que hão de nascer no futuro ou irão constituir-se posteriormente.

Este tipo de instrumento financeiro apresenta impactos tanto a nível individual como a nível coletivo (a sociedade). Quer isto dizer que uma gestão inadequada deste instrumento como a concentração ou o agravamento de dívidas ou incumprimentos, pode causar externalidades negativas, como a diminuição do consumo e um crescimento desmedido de inadimplências, o que torna pouco saudável e insustentável para o mercado financeiro.

Portanto, a titularização de créditos é aqui analisada como um mecanismo facilitador de circulação de créditos futuros, o que permite que estes possam ser utilizados ou adquiridos como garantias, ou seja, a obrigação passa a nascer com o decurso do tempo. Neste sentido, trazemos à colação o art. 211.º do CC numa abordagem da própria eficácia deste negócio jurídico, uma vez que a norma determina o momento que se constitui os efeitos de um ato jurídico. Com isto, podemos considerar a titularização de créditos futuros como um ato que mesmo não existindo no momento actual, gera efeitos jurídicos a partir do momento que se constitui.

Nesta matéria, Diogo, Isabel e Cristina levantam um debate em relação aos créditos futuros resultante de uma relação jurídica constituída como o cartão de crédito, fornecimento de água, gás, etc. Isto é, segundo os autores, nesta circunstância, basta que o seu montante seja determinável ou seja possível aferir-se o montante com uma probabilidade estimável, tendo em conta os critérios do art. 400.º do CC. Neste sentido, trazemos à colação o facto de que «[...] a cessão de créditos futuros só é eficaz quando,

no momento do nascimento do crédito, o alienante for titular do direito a transmitir⁸⁰», tal como considera Tiago Ramalho.

Quer isto dizer que se a constituição de um crédito futuro se não vier a materializar-se devido a uma ação do devedor, este será responsabilizado ao abrigo da proteção dos interesses do credor, do princípio da boa-fé e da expectativa como um bem jurídico patrimonial. Assim sendo, os créditos futuros apresentam complexidade e sensibilidade, uma vez que a cessão e a titularização destes créditos, sendo uma possibilidade, apresenta oportunidade e desafios em relação à gestão financeira, sem que haja prejuízo do cumprimento das normas do código civil.

Todavia, os artigos supracitados revelam a importância e o controle que deve haver para que haja segurança jurídica e a consequente responsabilização nestas transações que impelem expectativas ainda não constituídas. Nesta ordem de ideias e devido a complexidade das operações financeiras, criou-se um mecanismo fundamental para a decisão do valor do crédito a ser cedido. Isto é, as denominadas “*ratings*” ou notação de risco em especial no mercado financeiro, são agências responsáveis por analisar, classificar ou avaliar valores mobiliários sobre a qualidade do crédito.

As avaliações ou classificações dos instrumentos financeiros são cruciais para que os investidores possam decidir e escolher determinado investimento e por estes motivos, o *rating* feito de um ativo financeiro, influencia positivamente ou negativamente nas escolhas. Ou seja, quando uma entidade ou pessoa solicita um crédito a uma instituição financeira, antes da concessão ser feita, cabe a agência de “*rating*” avaliar a qualidade do crédito com base no risco e outros factores. Nestes termos Luís Marques considera que «o rating é um juízo de probabilidade sobre a percepção, pelos investidores, dos juros e do reembolso do capital dentro dos prazos estipulados [...]»⁸¹.

A notação de risco está relacionada à gestão de risco e apresenta um papel crucial nas atividades financeiras e no mercado de capitais. As agências de “*rating*” possuem um impacto significativo no comportamento e nas decisões das instituições financeiras e do

⁸⁰ RAMALHO, Tiago, “A Cessão de Créditos Futuros e a Insolvência: a posição do cessionário na insolvência do cedente”, *Revista da Faculdade de Direito do Porto*, VOL. IX (2012), p. 493.

⁸¹ MARQUES, Luís Filipe dos Santos, *ob. cit.*, p. 74.

próprio mercado. Ou seja, o facto de estas entidades deterem maior conhecimento sobre as políticas de avaliação, significa que esta prática causa uma desproporcionalidade, uma assimetria de informação, que Diogo, Isabel e Cláudia consideram ser «[...] condutas reprováveis ou fraudulentas [...] e uma distorção no mercado de capitais⁸²».

No contexto financeiro americano, os *ratings* delineiam o comportamento dos investidores e a gestão do risco da titularização de créditos e estas são pautadas pela transparência nas operações. Todavia, a estrutura que estas entidades oferecem e possuem para a avaliação e análise do crédito, devemos chamar a atenção aos pressupostos de classificação adoptados, para que o façam sem excluir os demais factores existentes que podem influenciar e impactar a avaliação e a exequibilidade dos determinados investimentos.

Assim sendo, dado os riscos desta operação pela sua natureza e especificidade, por se tratar de uma operação em que o investidor assume os riscos associados como por exemplo o risco da própria inexistência do determinado recebível, José da Fonseca considera que a avaliação sobre os riscos ou o *rating*, não se funde apenas no incumprimento das obrigações do devedor, mas também na «[...] recuperação em caso de incumprimento, a perda esperada [...] e a perda em caso de incumprimento [...]»⁸³.

Deste modo, tendo em conta aos factores inerentes aos riscos de qualquer investimento como o caso dos direitos creditórios, estas agências devem atuar com maior rigor nas avaliações tendo em conta ao poder que detêm sobre as informações dos investimentos. A crise financeira de 2008, as instituições de crédito e os veículos de intermediação têm sido cada vez mais minuciosos na avaliação e na qualidade dos créditos, de formas a evitar um impacto negativo na economia.

3.2.1 A venda de créditos futuros (expectativas)

Tal como anteriormente foi analisado, a expectativa que é o elemento *sine qua non* da venda de créditos futuros, é um bem jurídico patrimonial que carece de uma atenção especial. A particularidade da venda (cessão) de créditos futuros, prende-se no

⁸² CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; PINTO, Cláudia Saavedra, *ob. cit.*, p. 53.

⁸³ FONSECA, José Alberto Soares da, *ob. cit.*, p. 303.

facto de que estes recebíveis futuros, são considerados válidos no momento atual (na sua constituição) e a partir deste momento produz efeitos. Deste modo, a expectativa em análise, apresenta uma relevância que tanto a doutrina tanto a jurisprudência muito têm debatido e encontram-se numa escala de divergência.

Nesta ordem de ideias, existe a necessidade de percebermos a diferença entre a denominada “expectativa de facto” e a “expectativa de direito ou jurídica”. O Tribunal da Relação de Lisboa tem entendido que:

“a expectativa jurídica constitui uma situação jurídica activa autónoma diferente do direito subjectivo. [...] é já uma posição de expectação à qual o Direito confere protecção, designadamente através de permissões atribuídas ao sujeito expectante, em ordem à defesa da probabilidade de efectuação do seu desejo. A expectativa de facto traduz-se numa mera aspiração ou previsão de um certo facto ou de um certo efeito jurídico e não beneficia de qualquer protecção jurídica, não tendo relevância jurídica⁸⁴”.

Diogo, Isabel e Cristina nesta matéria consideram que a expectativa de facto «um sujeito está à espera dum determinado resultado, independentemente de qualquer outra valoração de carácter jurídico. A segunda [...] se refere ao quadro típico “esperado”, mas que é agora tutelado pelo ordenamento jurídico mediante a predisposição de instrumentos de tutela do interesse em causa⁸⁵». Deste modo, podemos considerar a expectativa jurídica (que é a que nos interessa) como sendo uma “faculdade” que representa um carácter e um valor económico e patrimonial ainda que os seus efeitos vir-se-ão concretizados futuramente.

De tal modo, António Pedro Ferreira considera que os denominados contratos de futuros «[...] a exposição ao risco é substancialmente reduzida pelo facto de se garantir o direito de comprar ou vender um activo a um preço conhecido e antecipadamente determinado⁸⁶». O instituto da expectativa e os créditos futuros por se tratarem de instrumentos com um grau elevado de risco, deve ser afastada a liberdade de forma tendo em conta aos factores descritos neste debate.

⁸⁴ Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 2012- Proc. n.º 5220/09.0TVL.SB.L1-2 (Teresa Albuquerque), <https://www.dgsi.pt/jtrl.nsf/33182fc732316039802565fa00497eec/ab87ad57003adde480257c6000580f29> (consult. 25/01/2025).

⁸⁵ CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; PINTO, Cláudia Saavedra, *ob. cit.*, p. 64-65.

⁸⁶ FERREIRA, António Pedro A., *ob. cit.*, p. 801.

Por outro lado, o Autor considera ainda que existe uma «[...] impossibilidade de encontrar uma natureza jurídica uniforme para a figura. Com efeito, o elemento prazo não serve para mais do que para determinar o momento do cumprimento contratual, ficando a natureza da operação [...] dependente do acordo substancial que lhe está subjacente⁸⁷». Nesta ordem de ideias, concordamos com Diogo, Isabel e Cristina ao considerarem que «quando as partes transferem a expectativa, não dispõem do direito final, mas transmitem e adquirem o “direito” atual ao “direito”⁸⁸».

Os autores consideram ainda que «o efeito do negócio não é aquisição, [...], mas é a aquisição imediata do direito intermédio de expectativa, pelo que é com referência a este evento que deve assentar-se na natureza comutativa (não aleatória) do contrato⁸⁹». Com efeito, consideramos que a partir do momento em que as partes acordam e estabelecem as condições, já estamos diante de um contrato com os mesmos efeitos atuais de proteção jurídica, tal como produzirá efeitos no futuro.

Esta figura, por se tratar de um negócio jurídico (a venda) como dispõem os arts. 879.º (por se tratar de uma venda) e 405.º e seguintes do CC, deve deste modo, respeitar os requisitos de exigibilidade e os princípios gerais da vida contratual. Sendo ainda um direito de crédito, nos termos do art. 580.º do CC, pode o possuidor do direito violado, invocar a norma para que se cumpram as obrigações estabelecidas. Apesar do risco associado à expectativa, isto não isenta o devedor de respeitar e cumprir o acordado.

Por estes motivos, a venda de expectativa de créditos futuros (com proteção jurídica), é um instituto que deve ser analisado com muita atenção devido às implicações de carácter normativo, tendo em conta as situações de risco envolvido e do cumprimento do princípio da boa-fé. Portanto, todos estes aspectos levantam questões sobre a veracidade e validade da cessão que irá produzir efeitos futuros.

Tendo ainda em conta ao momento da aquisição do direito futuro e ao abrigo do princípio da boa-fé objectiva em especial a responsabilidade pré-contratual disposta no

⁸⁷ *ibidem*.

⁸⁸ CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; PINTO, Cláudia Saavedra, *ob. cit.*, p.

75.

⁸⁹ *ibidem*.

art. 227.º, n.º 1 do CC, as partes devem agir em conformidade, isto é, os deveres resultantes da boa-fé apresentam características de regras de conduta, tais como os deveres pré-contratuais de informação, de proteção ou segurança e de lealdade.

Nesta mesma perspectiva, o Tribunal da Relação de Lisboa considera que «[...] a ilicitude, que está na base da responsabilidade pré-contratual, é, precisamente, a violação dos deveres emergentes da cláusula geral de boa fé⁹⁰». Muito se tem confundido os conceitos sobre os créditos futuros e os contratos de futuros. Ou seja, por se tratar de noções de transações financeiras futuras, são colocados como sinónimos o que é errado de se fazer.

Os primeiros por se tratar de operações que se fundem numa titularização, como foi explanado, apresentam um conjunto de recebíveis que são transformados em títulos que podem ser transacionados. Enquanto os contratos de futuros são acordos estabelecidos sobre compra e venda de ativos em data futura determinável a um preço estabelecido *ex ante*.

Portanto, o que distingue uma realidade da outra é que os créditos futuros numa operação de titularização, respeita a antecipação de um conjunto de créditos que serão transacionados no futuro sob emissões de títulos financeiros; por outro lado os contratos de futuros operam ou regem os casos em que «[...] o vendedor, se compromete a entregar, numa data futura, uma determinada quantidade de um ativo à outra parte, o comprador, o qual, por sua vez, se compromete pagar, nessa data, o preço estabelecido no contrato⁹¹», tal como considera José Soares da Fonseca. Embora haja uma mínima semelhança nos nomes, elas divergem-se por terem finalidades e estruturas operacionais opostas.

Como exemplo de um contrato de futuro, podemos indicar um agricultor que produza milho efetuar um contrato de futuros deste produto para que haja uma garantia de um preço fixo para época das colheitas devido a instabilidade do mercado não haja uma depreciação. Existe também os contratos a termo que são comuns em operações financeiras ou comerciais, porém não são transacionadas em bolsa de valor.

⁹⁰ Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 2017- Proc. n.º 1156/12.5TVL.SB.L1-7 (Cristina Coelho), <https://www.dgsi.pt/jtrl.nsf/-/8976CC23FED6733A8025823A003184BD> (consult. 25/01/2025).

⁹¹ FONSECA, José Alberto Soares da, *ob. cit.*, p. 195.

Isto é, são acordos estabelecidos entre duas partes sobre a compra ou venda de um ativo a um preço convencionado. Imagine que a empresa A pretende comprar petróleo na sua composição natural à empresa B que é uma exploradora, estas entidades poderão acordar que a venda será feita num preço, quantidade e prazo futuro.

Existe também os recebíveis futuros que tal como o nome nos diz, trata-se de operações em que uma determinada empresa espera receber créditos em uma data futura. Ou seja, no caso de uma venda a prazo, uma empresa solicitará a uma instituição financeira que esta faça de forma antecipada o pagamento dos clientes (que espera receber futuramente) por meio de um desconto de recebíveis.

Em suma, os exemplos apresentados destacam a finalidade de um crédito futuro que se prende na flexibilidade financeira para os diversos investimentos, uma vez que são comumente operados em áreas como a agricultura, comercial e financeira, o que provoca positivamente, por um lado, um aumento na liquidez, porém requer uma atenção especial devido aos riscos associados.

3.3 Cedente e cessionário: funções e interações

Nestes termos, para efeitos de titularização de créditos, existe um cedente e uma outra entidade denominada cessionário. Neste sentido, o cedente possui uma particularidade de ter na sua carteira de investimentos ativos, sejam eles heterogêneos na sua totalidade ou em parte por créditos que podem ou não ser cotados em bolsa de acordo à avaliação da sua qualidade.

Para efeitos de titularização, as sociedades que mais operam nesta modalidade financeira são: os bancos, as sociedades imobiliárias, os fundos de investimento, as sociedades que emitem cartões de créditos, entre outras entidades. A posição do cedente para uma operação de titularização é de forma peremptória que este exista ou se constitua, isto porque esta figura tem o papel de ter um volume considerável de recebíveis ou créditos que posteriormente possa ser cedido e se faça a devida conversão em títulos comercializáveis.

Com base nestes pressupostos, o cedente tem de ser uma entidade que transmite aos seus investidores confiança, viabilidades e credibilidade para que evite externalidades negativas a todos os interessados. No que respeita aos créditos futuros, nesta modalidade as operações são feitas à *posteriori*, ou seja, o que está em causa é a venda de expectativa, como anteriormente referimos, e esta venda de expectativa atual nasce na esfera jurídica do cessionário, uma vez que produzirá os seus efeitos futuramente, desde que haja uma determinação de que na época acordada o objecto do contrato vir-se-á realizar.

O que devemos perceber é que esta expectativa não pode ser vista como um elemento definitivo do resultado. Quer isto dizer que, imaginemos que A pretende começar a investir e recorre a B (uma corretora por exemplo) para realizar, gerir e produzir resultados tendo em conta os seus interesses. Na sequência deste investimento, B propõe a A que este faça um investimento de 4.000,00 € com base nas análises de mercado que a mesma fez sobre uma valorização de investimento feito que no momento atual o valor é de 2.000,00€ por exemplo.

Mediante este exemplo podemos verificar que está a ser vendida uma expectativa de que se A comprar por 4.000,00€ no momento atual, receberá no prazo acordado. Porém, este valor expectável não pode ser visto como garantia de resultado favorável devido a volatilidade e incerteza do mercado e os factores sociopolíticos das eventuais factuaisidades.

Portanto, para os créditos futuros, a venda de expectativa que é jurídica, deve ser devidamente esclarecida aos investidores para que estes não venham a sentir-se “enganados” ou sintam que o investimento não foi favorável. Neste sentido, Diogo, Isabel e Cristina consideram que nesta matéria «o que se vende é a expectativa à aquisição do crédito futuro, ou seja, a raiz do crédito; vendida a expectativa à aquisição de crédito, é natural que este nasça na esfera jurídica do cessionário⁹²».

A figura do cessionário para efeitos de titularização é operada pelo denominado veículo intermediário ou SPV que tem como atuação o afastamento do risco financeiro e a gestão das operações em benefício e proteção dos investidores. Muito se discute sobre

⁹² CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; PINTO, Cláudia Saavedra, *ob. cit.*, p. 82.

a cessão de créditos futuros em saber a posição do cedente, isto é, se estaria ou não impedido de realizar nova operação sobre o mesmo crédito. Neste debate, há autores que defendem uma distinção entre realidades.

Por um lado, existe a prerrogativa de que caso haja uma pluralidade de cessões de créditos futuros, deveria aplicar-se o princípio da prioridade, salvaguardando a primeira cessão que foi efetuada e afastando as demais. Por outro lado, temos os casos de extinção ou modificação do crédito em convenção estabelecida *ex ante* a sua constituição com o devedor, ou ainda os casos em que a posição contratual de onde emergiria o crédito foi objecto de cessão ou revogação, esta operação prejudicaria a cessão de créditos futuros, isto porque afetando o crédito, o seu objecto ficaria sem efeito caso viesse a constatar-se que o mesmo não foi constituído ou será constituído por uma entidade ou pessoa que não seja o originador primário.

3.3.1 Entidade cessionária- Veículo intermediário (SPV)

Os veículos intermediadores apresentam características especiais como a de prevenção, independência e autonomização para o afastamento de eventuais instabilidades e insolvência da instituição em causa. Todavia, estas entidades são consideradas como um “meio” em que uma parte protege os seus interesses e têm exclusivamente uma única finalidade, não podendo, deste modo, praticar atos adjacentes que coloquem em causa a idoneidade ou o cumprimento da proteção dos interesses dos investidores de modo a afastar os riscos.

Como anteriormente foi mencionado, os veículos de titularização podem ser fundos e/ou sociedades de investimento de titularização (em particular no contexto português); e os *trusts* como propriedades fiduciárias (por exemplo no contexto americano). A procura de mecanismos mais adequados para a contenção e equilíbrio destas operações, o veículo intermediário possui um papel crucial para a mitigação de situações menos favoráveis, de forma a proteger todos os interessados e em especial os investidores.

Portanto, esta necessidade de haver uma entidade intermediária para a gestão do risco tanto para o cedente (originador) como para os investidores, parte da natureza

complexa que é a titularização. Ou seja, tendo em conta ao facto de o mercado ser volátil e consequentemente instável, deve haver mecanismos de proteção dos ativos.

Neste sentido, a administração do crédito e dos ativos financeiros é feita por outras entidades subcontratadas através de contratos de prestação de serviços pelo veículo. Ou seja, «qualquer entidade que celebre um contrato com uma SPV, deve comprometer-se a nunca interpor um processo de insolvência contra a mesma⁹³», tal como consideram Hélio Marques, Mário Antão e Cândido Moreira.

Estes veículos são criados para objetivos específicos. Porém não se restringe apenas à titularização de créditos. Isto é, podem ser aplicados para projetos industriais, para ser intermediadora de vendas imobiliárias. Portanto, tudo depende do tipo de investimento e das necessidades. Esta entidade pode ainda beneficiar na diminuição da carga tributária. Imaginemos que numa fusão ou aquisição a sua estrutura jurídica afetar os resultados dos lucros esperados, a implementação de uma SPV seria conveniente para a proteção do investidor.

Para percebermos melhor esta situação trazemos à colação um exemplo que Thomas Riggs, Marc Rinaldi e Eric Gelb apresentam:

«[...] quando um investidor offshore possui um comércio ou negócio nos EUA que é operado por meio de uma corporação domiciliada nos EUA. Os acionistas corporativos offshore são considerados passivos em relação à atividade comercial dos EUA e [...] geralmente não teriam requisito de declaração de impostos nos EUA. Como os parceiros offshore normalmente preferem não apresentar declarações de imposto de renda nos EUA, eles [...] criam uma SPV na forma de uma corporação dos EUA para possuir a sua participação na parceria. [...] este tipo de SPV é [...] chamada de bloqueador, pois ele “bloqueia” uma consequência fiscal adversa⁹⁴».

Podemos verificar que esta entidade apresenta características específicas e de proteção patrimonial, financeira e tributária para os diversos tipos de investimentos. Esta figura em Portugal tem sido cada vez mais utilizada. O perigo que um investimento

⁹³ MARQUES, Hélio Miguel Gomes; ANTÃO, Mário; MOREIRA, Cândido Jorge Peres, “Titularização de Ativos. Uma Revisão”, *Lusíada. Economia & Empresa*, N.º 26 (2019), p. 89.

⁹⁴ Thomas Riggs; Marc J. Rinaldi; Eric Gelb, *The Special Purpose Vehicle- Facilitating Business and Investment Across the Globe*, Artigo electrónico, [s.l], PKF O’Connor Davies, [s.a], p. 2 <https://pkfod.com/wp-content/uploads/2021/02/The-Special-Purpose-Vehicle—Facilitating-Business-and-Investment-Across-the-Globe.pdf> (consult. 17/03/2025).

imobiliário pode apresentar se este não tiver uma estrutura jurídica adequada, poderá trazer prejuízos irreparáveis.

Imaginemos uma situação em que estejam a ser comercializados imóveis em construção e os promitentes compradores efetuaram vários pagamentos à entidade vendedora e a mesma deixa de cumprir as suas obrigações de concluir o projeto e realizar a venda definitiva tendo em conta aos requisitos legais do instituto da compra e venda de bens imóveis, entraremos em uma situação de danos patrimoniais e não patrimoniais sem esquecer da violação da expectativa jurídica.

Quer isto dizer que se esta entidade entra em insolvência, os investidores serão prejudicados pela falta de estrutura jurídica, isto é, a adoção de uma SPV de forma a proteger tanto a entidade vendedora quanto aos investidores (compradores) em termos de responsabilidade civil, apresenta benefícios. Portanto, não se deve ignorar o alcance e benefícios que uma SPV apresenta a nível económico, financeiro e pela eliminação de diversos custos de transação e de gestão provocados pelo mercado e consequentemente pela má-fé das entidades vendedoras que muito se verifica.

3.3.2 Considerações sobre a Insolvência do Cedente

Ao longo do nosso estudo muito foi debatido sobre a posição do cedente em caso de insolvência e quais as implicações em relação ao cessionário e aos investidores. No contexto português e em especial nas instituições financeiras, merece mais atenção devido a complexidade e sensibilidade do tema. Para fazermos uma análise sobre este tema, devemos dividir em 3 momentos: a insolvência no âmbito geral, a insolvência em caso de cessão de crédito e as formas de proteção dos depósitos dos investidores/clientes.

Numa análise geral, para mitigar estas situações de inadimplência para empresas, foi regulamentado o Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (CIRE) - DL n.º 87/2024, de 07/11, e este instituto traduz a incapacidade de uma entidade (que passa a ser um devedor) de cumprir as obrigações que lhe são incumbidas e com isto recorrer à instâncias legais para a recuperação e mecanismos para salvaguardar a esfera jurídica dos credores.

Em relação às instituições financeiras nesta matéria, estas estão sujeitas a supervisão do Banco de Portugal e pelo Banco Central Europeu (BCE). Ou seja, a insolvência de uma instituição financeira acarreta diversos prejuízos na estabilidade financeira de um país, tal como se verificou na crise do *subprime* em que com a insolvência de muitos bancos e com a falta de apoio das instituições públicas, houve um colapso no desenvolvimento dos estados face aos diversos episódios.

Numa relação de cedente e cessionário, isto é, entre o banco e o SPV como intermediário e “protetor” tanto do cedente quanto dos investidores, numa operação de titularização o veículo tem a função de afastar todos os danos e custos de transação de uma insolvência. Isto é, quando o banco passa os poderes de gestão à um SPV, está a passar também poderes para a sua proteção, uma vez que foram transferidos direitos sobre os ativos financeiros.

Dada a sua própria natureza e funcionalidade, um SPV não se apresenta como uma entidade com características comuns, ou seja, têm uma probabilidade reduzida de insolvência se os gestores não administrarem bem as operações. Neste sentido trazemos à colação o facto de que «[...] a dívida emitida pelo SPV não deve incluir um prémio refletindo os custos esperados da falência [...]. [...] um benefício para os patrocinadores é que a dívida fora do balanço deve ser mais barata, *ceteris paribus*⁹⁵», tal como consideram Gary e Nicholas.

E num terceiro momento temos um meio de proteção estabelecida para os casos de haver clientes/depositantes ou investidores que tenham depósitos até ao valor determinado por lei para a cobertura em caso de insolvência do banco, ou seja, sob garantia de apoio público, foi criado um fundo para a proteção destes investimentos, tal dispõe o art. 154.º e ss do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGICSF). Este fundo tem um limite de 100.000,00€ (cem mil euros) por cada titular de um depósito, tal como dispõe o art. 166.º, n.º 1 do RGICSF.

Quer isto dizer que, em caso de insolvência do cedente (banco), os depósitos que este detinha passam a ser assegurados por este fundo de garantia. Em relação aos

⁹⁵ GORTON, Gary; SOULELES, Nicholas S.- Special Purpose Vehicles and Securitization. In The Risks of Financial Institutions. [s.l]: University of Chicago Press, Vol. 11442, 2007, p. 552.

investidores de uma operação de titularização, os seus investimentos passam a ser assegurados pelo veículo intermediador devido ao poder que este detém de gestão dos ativos que foram transferidos para a sua esfera jurídica.

Segundo o Tribunal da Relação de Coimbra «no âmbito de uma insolvência, se um crédito é julgado verificado e reconhecido como garantido, e vem posteriormente a ser objecto de uma cessão de créditos, o crédito cedido mantém a mesma natureza independentemente da pessoa do cessionário⁹⁶». Os impactos que a insolvência do cedente apresenta para a economia prende-se com o facto de afetar os sectores que estão intrinsecamente conexos.

Afeta de igual modo a confiança dos investidores, as alterações à política monetária e até mesmo uma desestabilização do mercado de títulos financeiros, ou seja, em relação ao primeiro tópico, se estivermos diante de investimentos novos no mercado, poderá haver uma baixa procura por estes ativos devido a falta de segurança e a aversão ao risco. O segundo tópico prende-se com a diminuição da liquidez de obrigações emitidas por instituições. O último tópico pode ser entendido como a causa do aumento da dívida pública e consequentemente um aumento do sector fiscal como o aumento dos impostos para a mitigação do impacto da insolvência.

Para os casos de cessão de créditos futuros, Tiago Ramalho considera haver uma possibilidade de se fazer uma analogia implementando as regras do CIRE e enumera 3 momentos e destacam-se os seguintes:

«b) já ter havido integral cumprimento por parte do cessionário- aqui [...] ou terá um crédito sobre insolvência, [...] ou virá a adquirir o crédito, quando tenha havido, antes da declaração de insolvência, integral cumprimento por parte do cedente, mas o crédito ainda não se haja transmitido; c) haver um negócio em curso nos termos do artigo 102.º CIRE. Nestas circunstâncias deverá o administrador de insolvência optar pelo cumprimento do contrato ou recusá-lo⁹⁷».

⁹⁶ Acórdão do Tribunal da Relação de Coimbra de 2015- Proc. n.º 631/13.9TNGRD-O.C1 (Isabel Silva), <https://www.dgsi.pt/jtrc.nsf/c3fb530030ea1c61802568d9005cd5bb/d13ad7068813d6aa80257e2d003b2ed8?OpenDocument> (consult. 18/03/2025).

⁹⁷ RAMALHO, Tiago, *ob. cit.*, p. 500.

A outra forma existente de salvaguardar os interesses do cedente é a possibilidade de este fazer uma capitalização com o objetivo de adquirir investimento para alavancar as operações que pratica. Muito se tem discutido também sobre a posição da cessão de créditos futuros, isto é, se em caso de insolvência poderá ser considerado mesmo após a declaração do cedente. Nesta matéria, Diogo, Isabel e Cláudia consideram haver uma dupla forma de abordagem para melhor compreensão: por um lado a teoria da transmissão e por outro lado a teoria da imediação.

Segundo os Autores, para compreendermos a primeira teoria considerando que o crédito pertence ao património do cedente durante algum período, este negócio é considerado ineficaz e susceptível de integração do conjunto de ativos da massa insolvente. Quer isto dizer que, no momento atual, o momento da transmissão, o cedente tem de ser o titular do crédito. Neste sentido, se verificado que o cedente não detinha a titularidade do crédito no momento da transferência, os ativos não poderão ser abrangidos pela proteção que o SPV apresenta.

Por outro lado, temos a teoria da imediação que segundo os Autores «[...] dado que o crédito se constitui direta e imediatamente no património do cessionário, a solução seria a de que não poderia ser objecto de apreensão pela massa falida, sendo também intocável o negócio de cessão, uma vez que foi celebrado definitivamente antes da declaração de insolvência⁹⁸».

Feita esta distinção, a posição dos autores neste debate é a de invocar-se uma equiparação e afastar-se o factor benefício em relação ao cessionário e as demais figuras desta relação creditícia da massa insolvente. Por outro lado, há quem defenda a não prevalência dos créditos futuros em caso de declaração de insolvência do cedente.

Nesta matéria, o Supremo Tribunal de Justiça entende que:

«tratando-se de cessão de crédito futuro, a transferência deste da esfera do cedente para a do cessionário ocorrerá logo que o direito cedido ingresse na esfera daquele, nos termos do n.º 2 do indicado artigo 408.º, transferindo-se assim automaticamente para a esfera do cessionário. No caso de concorrência de afetações

⁹⁸ CAMPOS, Diogo Leite de; VASCONCELOS, Isabel Cristina; PINTO, Cláudia Saavedra, *ob. cit.*, p. 86.

do crédito futuro cedido e depois penhorado a favor de terceiro, face aos princípios da consensualidade e da eficácia *erga omnes* consagrados no artigo 408.º do CC, a prevalência entre o efeito translativo da cessão e o efeito civil da penhora deve ser estabelecida em função da prioridade temporal ocorrida entre o contrato de cessão e o ato de penhora⁹⁹.

Vários aspectos são levantados nesta matéria, como o caso de haver uma transmissão a um terceiro por parte do cessionário após a transferência do crédito futuro. Nos termos do art. 1058.º do CC, o terceiro que detém o crédito, estará numa situação de contravenção da proteção da massa falida, o que o torna elegível de ser chamado a responder perante o cessionário os danos causados. Com isto, os artigos 115.º, n.º 1 e 81.º, n.º 1 do CIRE são prescindíveis para o nosso debate, uma vez que ilustram o afastamento da teoria da transmissão e valoram a teoria da imediação.

3.3.3 Mecanismos de Proteção para os Cessionários

Ao longo da nossa investigação muito se discutiu sobre o veículo intermediador que, para nós, como foi referido nos textos anteriores, interessa realçar que existem vários tipos de titularização e por este motivo utilizarmos a figura do SPV como terminologia geral para determinar um veículo de titularização, nos parece errado. Neste sentido, vamos centrar-nos na titularização de créditos que opera-se por intermédio de uma cessão de créditos. Desta feita, a figura do cessionário (o veículo intermediador) apresenta uma independência tanto na sua estrutura (não é e nunca pode ser vista como uma filial do cedente/originador), como no seu património.

O SPV surgiu no mercado financeiro internacional em 1980 face ao alcance e surgimento de diversos instrumentos financeiros como a titularização de créditos e teve uma grande influência no mercado financeiro e de capitais durante o cenário que se verificou com a crise do *subprime* de 2008. Em Portugal, um SPV ou veículo intermediador pode ser constituído como uma Sociedade Anónima (S.A) ou Sociedade por Quotas. Apesar de o mercado português não ser tão denso em comparação com os outros países da Europa, a sua implementação trouxe benefícios na reconstrução do

⁹⁹ Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 2018- Proc. n.º 529/15.6T8BGC.G1.S1(Tomé Gomes), <https://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/4a0b8696ddafef818025826e0052c5cd?OpenDocument> (consult. 18/03/2025).

cenário de dívidas que havia e para um aumento significativo e sustentável da liquidez do sistema financeiro.

A figura do cessionário apresenta alguns aspectos fundamentais que foram discutidos nos textos anteriores, porém a sua garantia e os meios de proteção jurídica determinantes da relação contratual estabelecida com o cedente, acarreta um cuidado especial devido aos eventuais episódios inesperados. Portanto, falar da proteção do cessionário numa operação de titularização em Portugal implica um cuidado especial, visto que apesar de existirem meios de proteção para estas entidades, o mercado financeiro é bastante sensível e susceptível a alterações constantes.

Numa vertente mais ampla e em particular ligada ao direito adjetivo, os tribunais têm tido um papel fundamental nas questões mais técnicas (as contratuais) e nos seus efeitos. Numa operação de titularização, a figura do cessionário é representada por um veículo (intermediário), que já foi muito debatido no decorrer da nossa investigação, e esta entidade é o elo entre o credor (agora cedente/originador) e o investidor.

Um aspecto que deve ficar assente é que sendo o SPV uma entidade com características iguais a uma qualquer sociedade comercial (porque também é uma), não pode ser visto como uma entidade que está fora do risco de inadimplência (apesar do seu papel de diminuição de risco dos investimentos) e caso estas entrem, os investidores encontram-se inicialmente protegidos. As formas mais convencionais que o SPV tem de se proteger é por intermédio de uma base solidamente estruturada, haver uma separação do património tal como ilustrado e serem feitos contratos e acordos de garantia devidamente estabelecidos com cláusulas específicas.

A solidificação da estrutura para que se afaste os riscos de insolvência são fundamentais devido a responsabilização dos ativos e a devida transparência nas operações. No caso particular de Portugal, é designado um gestor independente para colmatar estes desafios e elevados custos de transação. Os acordos previamente estabelecidos têm o seu papel importante uma vez que estão em causa direitos dos investidores e as respectivas obrigações do veículo. Em caso de insolvência do cedente, esta entidade tem mecanismos de atuação e esta entidade poderá praticar apenas os atos que foram acordados, isto é, não atua de forma autónoma.

Neste sentido, várias são as formas de proteção para os cessionários, tais como: uma devida separação dos ativos originados da cessão, isto é, os que foram transferidos em relação aos ativos produzidos pela sua atividade para evitar eventuais conflitos em caso de insolvência do cedente/originador; a outra forma, tal como foi referido no parágrafo anterior, a elaboração de contratos que estabeleçam de forma objetiva os direitos e deveres das partes; a *due diligence* é também uma das formas de proteção, devido a qualidade e risco do ativo, como por exemplo a titularização de propriedade intelectual que acarreta muitos problemas autorais.

Podem ser adoptados diversos métodos de proteção para a mitigação das externalidades negativas dos veículos como a implementação de políticas de monitorização e gestão de riscos dos créditos e dos ativos e também seguros devido o risco de mercado que se estende aos investidores. Desta feita, os desafios que estas entidades enfrentam desde os riscos jurídicos aos riscos de acesso ao mercado e os ativos não convencionais como os créditos exóticos que são pouco explorados pelos investidores, todos estes aspectos acarretam uma maior cautela do veículo em analisar os ativos e verificar a sua qualidade, veracidade e abrangência.

4. Juros negativos

Desde o surgimento das sociedades os juros são considerados como uma forma de confiabilidade e de retorno da massa disponibilizada nas transações. A política monetária desde o episódio da crise financeira internacional e em particular a inflação que se instaurou, foi necessário criar mecanismos de contenção e um dos métodos implementados foi a política de taxas de juro negativas, porém esta prática ao longo dos anos tem vindo a causar instabilidade.

Isto é, os riscos associados e o impacto que causa nas atividades dos bancos, dos agentes económicos e das famílias, causam um estímulo negativo e contrário do propósito pelo qual foi criado este mecanismo ou instrumento financeiro. Para o desenvolvimento sistemático do mercado económico e financeiro tanto em Portugal como em diversos países da zona euro, esta política tem gerado impactos na decisão de muitos investimentos. O Banco de Portugal tem implementado políticas que afetam as ofertas dos produtos financeiros existentes.

Quer isto dizer que, com estas políticas de juros negativos, embora a intenção seja de estimular o acesso ao crédito e a uma liquidez mais favorável, os efeitos colaterais são adversos. Portanto, os juros podem ser entendidos como pagamento ou remuneração pela liquidez. Muito se tem considerado que trata-se do preço do dinheiro, porém, para nós, trata-se do preço do tempo, isto é, é a compensação do rácio do consumo atual por intermédio de poupanças e custo de antecipação do consumo atual.

Para percebermos a implementação da política de taxa de juro negativos, interessa percebermos os seguintes detalhes: tendo em conta ao fundamento de juros que acabamos de ilustrar, se esta remuneração for menor do que a inflação, ela será negativa. Imaginemos que um país com uma inflação de 100% e com os bancos a efetuarem pagamentos a 60% sobre os investimentos feitos, o ganho real será de -40%¹⁰⁰, ou seja, perde-se dinheiro ao emprestar (fazendo depósitos) dinheiro aos bancos.

Esta medida, é para nós, uma medida pouco aconselhável devido aos efeitos colaterais adversos, isto porque o que está na base nesta política é a inversão de papéis de credor e devedor. Ter as taxas de juro abaixo de zero significa que os bancos centrais cobram uma tarifa para as reservas bancárias dos bancos comerciais, isto é, a lei monopolística de moeda em que os bancos centrais controlam e esta taxa de manutenção que é exigida aos bancos comerciais, impactam o mercado de juros e consideramos ser uma anomalia, este fenómeno traduz a ideia de que haverá um prejuízo na poupança e o consumo imediato será o recompensado.

Desta feita, haverá maior estímulo às famílias de consumir em maior quantidade e colocarem a poupança como um recurso menosprezado, devido a falta de paciência em obter os resultados dos seus interesses. Neste sentido, outra forma de percebermos o alcance das taxas de juros reais (taxas de juro abaixo de zero), prende-se com o facto de se saber em que mercado eles têm dado rendimentos a este nível.

Portanto, para um investidor efetuar aplicações financeiras em juros negativos, precisa compreender que se os títulos a investir tiverem uma queda no mercado, o preço a negociar irá cair e consequentemente os juros implícitos terão um nível de crescido

¹⁰⁰ $60\% - 100\% = -40\%$ (faz a subtração entre a taxa de juro base e o índice de inflação).

elevado. Com isto, se for feita uma análise de mercado e se perceber que o preço do título a investir irá subir, o investidor poderá adquiri-lo e futuramente colocar em negociação a sua venda e obter resultados positivos.

Este cenário verifica-se em grande escala nos EUA, no Japão, na Argentina, em alguns países da Europa como a Suécia, a Alemanha, a Holanda, a Bélgica, entre outros. A inflação é entendida por muitos como sendo a “subida exagerada dos preços”, todavia, para nós, ela é vista como sendo o aumento da base monetária. Ao considerarmos tal fundamentação e tendo em conta às explanações referidas, podemos considerar que apesar da sensação de ganho nos investimentos feitos em aplicações financeiras, podemos considerar que os investimentos feitos em aplicações de taxas de juro estipuladas pelos bancos centrais, teve uma perda considerável e de forma discreta incluída ou sentida nos índices de inflação de preços.

Em Angola a realidade que se verifica é diferente, isto é, existe uma política de juros positivos. Ou seja, o cenário que reflete o contexto angolano é de taxas de juro elevadas que causam uma instabilidade e provoca baixa taxa de investimentos. Com a inflação a aumentar, o Banco Nacional de Angola tem adoptado mecanismos para a contenção deste índice e com grande dificuldade de estabilizar o valor da moeda, faz com que haja um maior impacto na vida das famílias e dos agentes económicos provocando, deste modo, um custo elevado de créditos.

Uma vez que a moeda fiduciária cada vez mais vem perdendo o seu valor real e por estas estarem centralizadas e com um índice inflacionário, os bancos centrais para “controlarem” esta política sistémica, têm adoptado métodos de formas a diminuir o valor da moeda em circulação e com isto os índices dos preços serão afectados. Um dos métodos que os bancos centrais têm adoptado para o controle da inflação além da injeção de moeda, é a venda de títulos de tesouro aos bancos comerciais e poderão ser forçados a adquiri-los para uma maior estabilidade.

A lei da oferta e da procura que diz que quanto maior for a oferta de um bem, menor será o preço do bem, isto é, se a procura aumenta, o preço também aumenta. Portanto, concatenando com as ilustrações atrás referidas, se estivermos diante de um título com um preço elevado e uma procura considerável, será pouco provável negociar

em bolsa o preço de um título com um valor elevado e fazer com que os juros tenham um valor abaixo de zero, em relação a um título que tenha um valor considerado razoável e com isto aumentar o seu valor de mercado e fazer com que os juros sejam mais altos.

Em relação aos contratos de crédito, o Banco de Portugal publicou um diploma a denominada Carta Circular n.º 26/2015/DSC, que destacamos o seguinte texto:

«sem prejuízo de outras soluções contratuais legalmente admissíveis, entende-se ser de sublinhar que as instituições de crédito, caso estejam habilitadas a atuar como intermediários financeiros e entendam comercializar instrumentos financeiros derivados de taxa de juro como forma de prevenir os efeitos da evolução negativa dos indexantes utilizados na contratação de operações de crédito e de financiamento, devem assegurar a autonomização da contratação dos referidos instrumentos relativamente ao contrato de crédito e, bem assim, garantir o esclarecimento dos clientes sobre as características desses instrumentos financeiros derivados¹⁰¹».

António de Macedo Vitorino considera que este excerto trata-se de «um convite a que bancos e particulares celebrem contratos de derivados para resolver esse problema dos riscos de a taxa de juro algum dia se aproximar de “zero” ou cair abaixo de “zero”¹⁰²». Quer isto dizer que, a política de juros negativos apresenta respostas contrárias e desafios que impactam negativamente o sistema financeiro. Diferentemente de Portugal, existem outros países da zona Euro que adoptaram esta política e obtêm respostas positivas.

Os aspectos que mais impactam os mercados, são precisamente sentidos nas instituições financeiras devido aos encargos associados e muitas vezes acrescidos aos clientes nos seus investimentos e que Luis Brandão-Marques, Marco, Gaston consideram que «o principal motivo é a existência do limite inferior efetivo- entendido como uma taxa de juros mínima técnica- impõe um limite inferior ao custo de depósitos bancários¹⁰³».

¹⁰¹ Banco de Portugal <https://www.bportugal.pt/cartacircular/0262015dsc> (consult. 20/03/2025).

¹⁰² António de Macedo Vitorino, *Legislar para quê? As Taxas de Juro “Negativas” e Outros Demónios*, Parecer Jurídico, [s.l.] Macedo Vitorino & Associados, [s.a] https://www.macedovitorino.com/xms/files/2016/20160609-Sobre_as_Taxas_de_Juro_Negativas.pdf (consult. 19/03/2025).

¹⁰³ BRANDÃO-MARQUES, Luis; CASIRAGHI, Marco, *et al.*, “Negative Interest Rate Policies: A Survey”, *Annual Review of Economics*, 2024, Vol. 16, p. 314.

A afetação do mercado financeiro causa um impacto significativo principalmente nos preços dos ativos financeiros como as ações, as obrigações, os investimentos imobiliários, entre outros ativos. Este impacto negativo causa um custo de oportunidade aos investidores. Neste sentido, efetuar-se um rácio para um planeamento a longo e a curto prazo sempre tendo em conta aos riscos associados, é fundamental para evitar-se custos e perdas significativas no património dos investidores.

O cenário que se vive de inflação e especulações de preços no mercado, com a taxa de juro negativa, os efeitos serão adversos e cada vez mais a história tem demonstrado que devemos estar sempre atentos aos acontecimentos de recessão devido ao nível de risco que os investidores estão dispostos a suportar e com o mercado volátil que existe, torna-se cada vez mais desafiante.

Quanto a este tópico, os autores consideram também que «embora os fundos de pensão e seguradoras normalmente não oferecem depósitos *overnight*, de modo que a restrição de redução das taxas correspondentes abaixo de zero não seja relevante, outras não linearidades podem surgir quando as taxas de mercado se tornam negativas, possivelmente devido a restrições legais ou comportamentais¹⁰⁴». Quer isto dizer que, quanto maior se prolongar as taxas de juro negativas, maior será o impacto dos rendimentos/lucros de longo prazo.

A política monetária que os bancos centrais utilizam para o funcionamento da economia com a implementação de taxas de juros e quando estas vão para abaixo de zero, os empréstimo bancários tornam-se cada vez mais difíceis para os investidores porque de um lado há perdas para quem pretende investir e dificuldade de acesso aos créditos devido ao risco de incumprimento das obrigações, porque quanto maior for a taxa de juro a ser cobrada por um empréstimo, maior será a dificuldade de cumprimento e de concessão do crédito. Desta feita, estar numa situação de taxa de juro negativo é estar numa bolha de perdas significativas e incertezas de recuperação do investimento a curto prazo.

¹⁰⁴ BRANDAO-MARQUES, Luis; CASIRAGHI, Marco, *et al.*, *ob. cit.*, p. 323.

Desta feita, interessa realçar que os juros negativos não podem ser de todo aplicáveis aos empréstimos bancários, isto é, «caso o contrato donde emerge a obrigação de capital seja um verdadeiro mútuo, não pode ser admitido um valor negativo. Isto, porque o capital é intangível. Salvo [...] se a lei impuser essa redução e se se entender que ela é conforme à Constituição¹⁰⁵», tal como considera Pestana de Vasconcelos.

Muito se tem debatido sobre as formas de contornar estas situações e quais mecanismos adoptar. Neste sentido, Florian, Farzad e Glenn consideram haver formas adequadas como a «[...] possibilidade de retorno zero nominal sobre o dinheiro físico. Os depositantes retirariam os seus fundos e manteriam dinheiro em vez disso se a taxa de depósito se tornasse negativa. [...] se um corte de taxa for mais saliente, os depositantes poderiam ter mais probabilidade de sacar¹⁰⁶».

¹⁰⁵ Miguel Pestana de Vasconcelos, Juros Bancários “Ocultos”, in Fernando Torrão, Francisco Correia, Joana Farrajota, et al. (Orgs.) *IV Congresso de Direito Bancário*. [s.l], Edições Almedina, 2021, p. 123.

¹⁰⁶ HEIDER, Florian; SAIDI, Farzad; SCHEPENS, Glenn, “Banks and Negative Interest Rates”, *Annual Review of Financial Economics*, 2021, Vol. 13, p. 205.

Considerações Finais

Chegados aqui, com base na doutrina, na jurisprudência e nas investigações por mim analisadas, podemos considerar que as características da titularização (a liquidez, diminuição do risco de crédito e a proliferação de crescimento económico dos interessados) apresentam no seu todo um enquadramento e aplicação que incide diretamente na vida das famílias e dos operadores económicos, principalmente pelo factor da diminuição do risco de crédito, embora em alguns casos excepcionais como uma crise financeira ou a insolvência do originador, possam haver eventuais baixas de aplicabilidade.

Face ao exposto, suscitou-nos a necessidade de fazer-se um estudo minucioso, uma vez que o mercado português e os estados-membros a nível de direito adjetivo têm tido um papel decisor na diminuição e a busca de soluções aos eventuais litígios que possam suscitar-se. Desta feita, com base no princípio da boa-fé, do dever de informação e do princípio da transparência, o instituto da cessão de crédito (operadas pelos bancos), são supervisionadas pelo banco central (o Banco de Portugal), respeitando sempre os limites de solvabilidade impostos pela União Europeia.

A crise financeira de 2008 demonstrou que a supervisão e a regulamentação das operações efetuadas pelas instituições financeiras carecem de uma atenção especial e a falta deste pode culminar numa situação de calamidade. Nos casos de perda de investimento, há possibilidade de reaver-se, porém com certos limites e em casos especiais. Embora os veículos de titularização podem optar por implementar seguro para os investimentos que detém.

Por conseguinte, no que concerne ao contexto português da problemática que até aos dias de hoje se levanta que abrange o regime fiscal da titularização de créditos futuros, a incerteza jurídica e divergência por parte da doutrina e da jurisprudência, poderá causar aos investidores em estímulo contrário ao fim pretendido, em especial nas situações em que se verificar uma inadimplência da instituição, em que para haver a recuperação do investimento, a possibilidade seria de zero ou quase nada, uma vez que os investidores procuram segurança (jurídica ou numa vertente de confiança). Com isto podemos

verificar a importância de uma legislação mais abrangente, sendo que existe cada vez mais um avanço tecnológico e social.

Por outro lado, verifica-se uma grande fragilidade e uma certa violação em relação à esfera jurídica dos investidores por serem a parte mais fraca desta relação jurídica e para defesa dos seus direitos, liberdade e garantias, o sistema jurídico precisa prestar mais atenção a estes episódios.

No caso especial de Angola que ainda enfrenta inúmeros desafios, é necessário que haja um estudo do mercado, uma criação e a implementação de normas e leis aplicáveis às operações de titularização e um estímulo duradouro de estabilidade sistémica. Portanto, a implementação de um cenário aberto aos interessados para uma promoção de ativos financeiros no mercado secundário, o que fará aumentar a liquidez e trará maior sustentabilidade do mercado.

A implementação de titularização de créditos agrícolas que fomentaria a produção em grande escala de produtos sustentáveis e uma maior segurança alimentar, as infraestruturas ou de ativos como os recebíveis de pagamentos energéticos, seriam revolucionários para o contexto angolano, o que permitiria às microempresas e às famílias poderem ter mais liquidez e uma estabilização do mercado.

Nesta perspectiva, considero não haver nada mais privado do que os direitos da pessoa, ou seja, se considerarmos estes instrumentos financeiros como verdadeiros direitos reais que encontram-se na esfera jurídica dos intervenientes, muitas situações de imparidade seriam colmatadas e afastadas e estes desafios podem apresentar um carácter abusivo, isto porque apesar de o investidor querer e conhecer praticar estas operações, deve haver uma maior proteção dos seus direitos e uma segurança jurídica caso uma situação adversa e estrondosa aconteça. Esta temática devido aos diversos casos da vida social, merece uma atenção especial por parte do Legislador tanto em Angola, em Portugal e os diversos países que enfrentam os mesmos desafios.

Desta feita, o estudo comparativo da titularização de créditos e de bens em Angola e em Portugal é promissor, pelo que tanto os factores positivos imediatos e impactos

socio-económicos a longo prazo, apresentam uma segurança financeira e de diversificação de investimentos sustentáveis. A nossa investigação girou em volta de análises pouco frequentes, pelo que a análise feita poderá contribuir para um estudo da implementação da titularização de ativos em Angola devido as políticas e instrumentos inovadores que promovem para o cenário local uma maior segurança e desenvolvimento do país.

Referências Bibliográficas

AGRAWAL, Harsh; SANKHE, Mohnish; CHAUDHARI, Arnav, *et. al.*, “Securitizing Microcredits Using Blockchain”, *IEE Explore*, (2023), pp. 91-95.

ALBRECHT, Thomas W.; SMITH, Sarah J., “Corporate Loan Securitization: Selected Legal and Regulatory Issues”, *Duke Journal of Comparative and International Law*, Vol. 8 (1998), pp. 411-452.

ARAÚJO, Fernando- Os Sistemas Monetários e Financeiros. In Introdução à Economia: introdução e microeconomia. Lisboa: AAFDL, 4.^a Ed., Vol. II, 2022, p. 1021.

AXILROD, Stephen H.- Transformation of Markets and Policy Instruments for Open Market Operations. [s.l]: International Monetary Fund, 1995. p. 98.

BERTAY, Ata Can; GONG, Di; WAGNER, Wolf, “Securitization and Economic Activity: The Credit Composition Channel”, *Journal of Financial Stability*, Vol. 28 (Feb. 2017), pp. 225-239.

BITTUCCI, Lucilla; MARZIONI, Stefano; MURÉ, Pina; SPALLONE, Marco, “Securitization of (bad) Loans to Italian SMEs: The Role of the Public Guarantee”, *Banks and Banks Systems*, VOL. 16, n.º 4 (2001), pp. 193-208.

BRANDÃO-MARQUES, Luís; CASIRAGHI, Marco, *et al.*, “Negative Interest Rate Policies: A Survey”, *Annual Review of Economics*, 2024, Vol. 16, pp. 305-328.

CAMPOS, Diogo; VASCONCELOS, Isabel; SAAVEDRA, Cláudia- Créditos Futuros, Titularização e Regime Fiscal. [s.l]: Almedina, 2^a Ed , 2024. p. 177.

CARVALHO, João Santos- A (Hipoteca) Remuneração do Mutuário: Efeitos das Taxas de Juro de Referência Negativas em Contratos de Crédito Bancário. [s.l]: Almedina, 1^a Ed., 2018. p. 108.

COWLEY, Alex; CUMMINS, J. David, “Securitization of Life Insurance Assets and Liabilities”, *Journal of Risk and Insurance*, Vol. 72, n. ° 2, pp. 193-226.

DELL’ATTI, Stefano; TOMMASO Di Caterina; ONORATO Grazia; PACELLI, Vincenzo- How does NPLs Securitization Affect EU Banks Systemic Risk?. In *Systemic Risk and Complex Networks in Modern Financial Systems*. Bari: Springer, 2024. pp. 277-299.

DONÁRIO, Arlindo Alegre - Atitudes Face ao Risco. In *Aumento das Sanções ou das Probabilidades de Aplicação da Lei?* Lisboa: EDIUAL- Universidade Autónoma Editora. 2010, p. 66.

DONÁRIO, Arlindo Alegre; SANTOS, Ricardo Borges dos- Bernoulli e a Utilidade esperada. In *Da Bíblia à Neuroeconomia: o porquê do estado do pensamento económico actual*. Lisboa: Edições Sílabo. 2016, 1ª Ed., p. 256.

- Economia, com Destaque para a Microeconomia: uma visão Crítica. Lisboa: Edições Sílabo, 1ª Ed., 2018. p. 420.

FERREIRA, António Pedro- Direito Bancário. [s.l]: Quid Juris, 2ª Ed., 2009. p. 832.

FILIPPE-MARQUES, Luís- A Especial Função dos SPV's na Titularização de Créditos: alcance a sua responsabilidade. Porto: Librum, 1ª Ed., 2017. p. 88.

- Noção Geral de Titularização de Créditos. In *A Especial Função dos SPV's na Titularização de Créditos: alcance a sua responsabilidade*. Porto: Librum Editora, 2017. p. 89.

FONSECA, José Alberto Soares da- A Decisão Financeira e as Atitudes Face ao Risco. In *Gestão do Risco Bancário*. [s.l]: Edições Almedina, 2024, 1ª Ed., p. 372.

GORTON, Gary; SOULELES, Nicholas S.- Special Purpose Vehicles and Securitization. In *The Risks of Financial Institutions*. [s.l]: University of Chicago Press, Vol. 11442, 2007, pp. 549-602.

HEIDER, Florian; SAIDI, Farzad; SCHEPENS, Glenn, “Banks and Negative Interest Rates”, *Annual Review of Financial Economics*, 2021, Vol. 13, pp. 201-218.

HELLER, David; LEITZINGER, Leo; WALZ, Uwe, “Intellectual Property as Business Loan Collateral: a taxonomy on institutional and economic determinants”, *GRUR International*, Vol. 73, n.º 5, 2024, pp. 379-392.

KETKAR, Suhas L.; RATHA, Dilip K., “Development Financing During a Crisis: Securitization of Future Receivables”, *World Bank, Economic Policy and Prospects Group*, (2001), pp. 1-33.

INTEFJORD, Norvald, “Risk and Hedging: Do Credit Derivatives Increase Bank Risk?”, *Journal of Banking & Finance*, n.º 29, (2005), pp. 333-345.

LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes- Cessão de Créditos. [s.l]: Edições Almedina, 2005, 1.ª Ed., p. 670.

- Direito das Obrigações: transmissão e extinção das obrigações. Não cumprimento e garantias do crédito. [s.l.]: Almedina, 6ª Ed., 2008. p. 367.

MARCOS, Joana Filipa da Cruz, Fundos de Titularização de Crédito em Portugal: Perspectiva do Emitente e Investidor, Dissertação de Mestrado, [s.l], Instituto Universitário de Lisboa, 2012, <https://repositorio.iscte-iul.pt/bitstream/10071/5055/1/TeseJFMarcos.pdf> (consult. 19/09/2024).

MARQUES, Hélio Miguel Gomes; ANTÃO, Mário; MOREIRA, Cândido Jorge Peres, “Titularização de Ativos. Uma Revisão”, *Lusíada. Economia & Empresa*, n.º 26 (2019), pp.77-111.

NEMLIOGLU, Ilayda, A Novelty on Unclocking Businesses, “Potential Growth: Intellectual Property Securitisation”, *Procedia Computer Science*, n.º 158 (2019), pp. 999-1010.

OLIVEIRA, Alexandre Norinho, O Regulamento das Titularizações e o Regulamento dos Prospektos, *Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais*, Lisboa, Vol. 2, n.º 8 (Nov. 2020)., pp. 193-224.

PACHECO, António Vilaça- In Bitcoin. [s.l]: Self, 2023, 12ª Ed., p. 320.

RAMALHO, Tiago, “A Cessão de Créditos Futuros e a Insolvência: a posição do cessionário na insolvência do cedente”, *Revista da Faculdade de Direito do Porto*, VOL. IX (2012), pp. 481-503.

RIGGS, Thomas; RINALDI, Marc J.; GELB, Eric, *The Special Purpose Vehicle-Facilitating Business and Investment Across the Globe*, Artigo electrónico, [s.l], PKF O’Connor Davies, [s.a], p. 2 <https://pkfod.com/wp-content/uploads/2021/02/The-Special-Purpose-Vehicle---Facilitating-Business-and-Investment-Across-the-Globe.pdf> (consult. 17/03/2025).

SCHWARTZ, Anna J., “Origins of the Financial Market Crisis of 2008”, *Cato Journal*, Vol. 29, n.º 1 (2009), pp. 19-23

SILVA, João Calvão- Titularização de Créditos. [s.l]: Almedina, 2.ª Ed., 2005, p. 248.

VARELA, João de Matos Antunes- Contratos. In Das Obrigações em Geral. Lisboa: Edições Almedina, 2000. Vol. I, 10ª Ed., p. 962.

VASCONCELOS, Miguel Pestana de, “Juros Bancários “Ocultos”, in Fernando Torrão, Francisco Correia, Joana Farrajota, et al. (Orgs.) *IV Congresso de Direito Bancário*. [s.l], Edições Almedina, 2021, pp. 115-134.

VITORINO, António de Macedo, *Legislar para quê? As Taxas de Juro “Negativas” e Outros Demónios*, Parecer Jurídico, [s.l.] Macedo Vitorino & Associados, [s.a] https://www.macedovitorino.com/xms/files/2016/20160609-Sobre_as_Taxas_de_Juro_Negativas.pdf (consult. 09/03/2025).