

## **Titularização**

### **Um novo instrumento financeiro**

Armindo Saraiva Matias \*

#### **I. INTRODUÇÃO**

Pretende-se, com o presente escrito, muito sucinto, proceder à caracterização e recorte jurídico do conceito de um instrumento financeiro conhecido, nos países de língua francesa, por «titrisation» e, nos países de língua inglesa, por «securitisation».

Na falta de regulamentação específica, tal instrumento já foi, aliás, utilizado em Portugal, sem qualquer designação ou com designação estrangeirada.

Cremos, de resto, que aquelas referidas designações se ajustam a realidades diferentes, consoante os sistemas financeiros e jurídicos em que as operações subjacentes são realizadas.

É quanto tentaremos analisar de seguida, necessariamente de forma muito abreviada, traduzindo o fenómeno sob a designação portuguesa de «titularização», por nos parecer ser esta a que mais se lhe ajusta.

#### **II. BREVE NOÇÃO DE TITULARIZAÇÃO**

A noção genérica e ampla que nos fica da «titularização» é a de uma emissão de títulos negociáveis, tendo por base e substrato fluxos de tesouraria gerados por activos específicos.

---

\* Professor Associado da Universidade Autónoma de Lisboa. Advogado.

Procede-se à agregação, por espécies, destes activos, constituídos por créditos, à sua autonomização relativamente ao património do credor, mediante alteração de titularidade, e à emissão de títulos representativos desse universo.

Distingue-se, assim, da emissão de títulos tradicionais que assentam, exclusivamente, sobre o património do emitente o qual responderá perante os tomadores.

A «titularização» incide, normalmente, sobre créditos hipotecários ou outros créditos que, com algum carácter de permanência, façam parte do activo do credor.

Tem de característico: os títulos emitidos são tomados pelos investidores perante a análise que deles façam em função do risco e da solidez dos créditos sobre que assentam. Deixa, pois, de relevar, como era tradicional, a qualidade, a honorabilidade e a solidez económica da entidade emitente.

A autonomização dos créditos faz-se, aliás, através dos chamados veículos de titularização (SPV, special purpose vehicles), os quais, conforme o modelo adoptado, e que seguidamente ilustraremos, assumem a natureza de sociedades (SPC, special purpose companies), de fundos (fonds communs de créances) ou de alienação fiduciária (trusts).

Os activos mais utilizados para a titularização são os créditos hipotecários para habitação, os créditos emergentes de cartões de crédito, de empréstimos para compra de automóveis e de outros empréstimos ao consumo.

A entidade titular destes núcleos de créditos agrega-os e transfere-os para outra entidade jurídica (que tenha por objecto a tomada destes créditos, a sua gestão e frutificação), mediante cessão. Esta última tentará colocá-los no mercado, com vista à sua rentabilização.

É nesta perspectiva e com este objectivo que são, então, emitidos títulos representativos daqueles créditos.

Naturalmente, os títulos são tomados pelos investidores sem qualquer relação com os devedores ou, mesmo, frequentemente, com a sociedade que os gere.

Para o investidor relevará, apenas, a viabilidade da cobrança, uma vez que o valor dos títulos reflecte o valor dos créditos cobrados e a este valor se encontram indexados.

### III. BREVE ESTUDO COMPARATIVO

#### A. Estados Unidos

Os Estados Unidos estão na vanguarda da «securitisation», há vários anos, tendo-se iniciado a utilização deste instrumento financeiro já na década de setenta.

Para alguns, a «securitisation», à americana, visa primordialmente retirar dos balanços das instituições financeiras alguns activos os quais vão dar origem à emissão de títulos.

Estes activos são autonomizados, representados por títulos que, por sua vez, são tomados por investidores, não podendo estes opor qualquer direito à primitiva instituição credora. Esta liberta-se dos activos (que consistem em créditos com fluxos de tesouraria assegurados), afastando-se da sorte que os mesmos venham a ter. A manter-se no processo, à entidade credora só restará a missão de mandatária ou prestadora de serviços à entidade adquirente.

Os riscos do crédito desaparecem, assim, dos seus balanços. Os riscos do mercado serão incorridos pelos investidores.

As principais categorias de activos objecto de «securitisation» são os créditos hipotecários ou outros créditos que originem fluxos de pagamentos homogêneos e identificáveis por agregados.

Mas aos primeiros cabe, sem dúvida, a maior quota de «securitisation», embora a imaginação dos operadores tenha feito enveredar por muitas outras espécies de activos. Serão, certamente, porém, menos duráveis e, porventura, menos seguros que os activos hipotecários.

É, em todo o caso, através da notação por «rating» que os activos são analisados para efeitos de aquisição pelos investidores.

De notar que o desenvolvimento da «securitisation», nos USA, teve um forte impulso por parte do sistema jurídico e fiscal. Na verdade, foram propiciadas condições para o seu desenvolvimento, mediante criação de novos tipos de créditos e remoção de obstáculos à «securitização» de outros.

As autoridades de supervisão (Securities and Exchange Commission) também contribuíram para o seu desenvolvimento, aceitando a supressão ou retirada de certos activos dos balanços das instituições bancárias.

### B. Alemanha

As operações de «titularização», na Alemanha, assentaram, sobretudo, nas obrigações hipotecárias e comunais, tradicionalmente havidas como fiáveis e seguras.

Hoje, existem na Alemanha diversos bancos hipotecários privados, bancos hipotecários públicos e bancos comerciais mistos que emitem obrigações hipotecárias. A garantia é dada por imóveis destinados a habitação e comércio.

A par das obrigações hipotecárias são também emitidas obrigações garantidas por créditos sobre entidades públicas, colectividades locais e entidades federais.

O controlo do risco destas obrigações é rigoroso, o valor das obrigações emitidas só pode atingir 60% do valor dos imóveis; e a sociedade emitente mantém os activos no seu balanço cabendo-lhe responder perante o investidor, em último lugar.

Tal tipo de emissão de obrigações é tomada por particulares, mas sobretudo, por institucionais: companhias de seguros, fundos de investimento, fundos de pensões, (embora tenha havido, no passado, restrições à aquisição por parte das seguradoras e fundos de pensões).

Com este tipo de emissão, os bancos dissociam os riscos: continuam a assumir os riscos do crédito, no seu balanço, mas endossam os riscos do mercado para os investidores.

Não se pratica, na Alemanha, a «securitisation» para «limpeza» do balanço, não tanto por razões jurídicas quanto por razões prudenciais.

### **C. França**

A chamada «titrisation» é praticada, em França, desde 1983.

É olhada pelos bancos como um instrumento eficaz de saneamento e de melhoria da capacidade e qualidade do endividamento das instituições de crédito.

Não obstante, a «titrisation» ou «securitisation a la française» move-se num quadro original e completamente diferente do esquema anglo-saxónico.

Teve, aliás, a sua origem na Lei Dailly de 2 de Janeiro de 1982 a qual veio regulamentar a cessão de créditos comerciais por instituições de crédito. Mais tarde, em 1988, foram definidas as entidade envolvidas nas operações de «titrisation»: os fundos de investimento (fonds communs de créances) e as sociedades gestoras de fundos.

A «titrisation» opera-se pela transferência do crédito para um fundo comum. O conjunto dos créditos assim transferidos por uma ou mais instituições deverá ser homogéneo e não pode integrar créditos litigiosos ou incobráveis.

São, depois, emitidos títulos correspondentes a unidades de participação, representativos dos valores do fundo, cuja aquisição confere titularidade, na parte proporcional, aos respectivos tomadores.

O conjunto das operações está sujeito ao controlo da «Commission des Operations de Bourse».

O quadro legal francês mostra-se propício às operações de «titrisation», mas o desenvolvimento deste instrumento tem sido lento, alegadamente, pelos custos que envolve no seu arranque.

Todavia, os analistas estão crenes em que diversos factores contribuirão para o seu desenvolvimento nos próximos anos.

#### D. Itália

Na Itália, a «securitisation» ou «titrisation» não tem tido sucesso.

Por razões que se prendem com discussões em torno do tratamento dos activos fora do balanço (admissibilidade da chamada limpeza do balanço) e com critérios de ponderação do risco. Isto, por um lado.

Por outro lado, o quadro legal tem-se mostrado impeditivo do seu desenvolvimento na medida em que limita a emissão de títulos mobiliários atípicos por intermediários financeiros.

#### E. Inglaterra

É o segundo mais importante mercado de «titularização», depois dos Estados Unidos.

Incide, principal e quase exclusivamente, sobre empréstimos hipotecários a cargo de sociedades de crédito imobiliário.

O quadro jurídico não conheceu qualquer alteração tendo como objectivo a promoção da «securitisation», mas também a não impede, na modalidade adoptada nos USA.

Por outro lado, o «Securities and Investment Board» (responsável pela regulamentação e fiscalização das actividades dos bancos comerciais) tem autorizado a emissão de títulos endossados a créditos hipotecários e outros activos, o mesmo se passando com a «Building Societies Commission».

O mercado de títulos endossado a outros activos tem-se mostrado muito mais moderado. Entre estes activos, têm sido contemplados os créditos por venda de automóveis, créditos de rendas, créditos garantidos por bens imobiliários e créditos resultantes de empréstimos pessoais.

## **F. Espanha**

Em Espanha, a «titularização» de créditos tem tido algum desenvolvimento, após 1980, através da emissão de «cédulas hipotecárias, bonos hipotecários e participações hipotecárias».

As «cédulas» são títulos garantidos pelo conjunto dos empréstimos hipotecários concedidos pela entidade que os emite.

As «participações» representam parte de um empréstimo hipotecário específico.

Os «bonos» correspondem a um misto de cédulas e participações, pois representam uma parte específica de um conjunto de empréstimos hipotecários.

Os diversos títulos podem ser vendidos a «fondos de titulización» geridos por sociedades específicas, as sociedades gestoras.

É a Comissão Nacional do Mercado de Valores que compete fazer a análise de cada emissão.

O mercado de «titularização» está a ganhar terreno em Espanha, sendo considerado óbice principal ao seu desenvolvimento a retenção na fonte de 25% das importâncias distribuídas aos investidores.

## **G. Bélgica**

Mais do que o mercado, foi o Governo que impulsionou a «titrisation» na Bélgica.

Com efeito, foi criado um sistema regulamentar, inspirado no direito francês, segundo o qual os bancos e outras instituições podem garantir os seus activos pela emissão indirecta de títulos sobre créditos.

A emissão está sujeita à supervisão da Comissão Bancária e Financeira (CBF).

Os intervenientes serão: o «originateur», o emitente, os participantes, uma agência de notação, um valorizador do crédito, um «trustee» ou depositário.

O mecanismo de «titrisation» apresenta, apesar de tudo, alguma semelhança com o modelo americano: é identificado um conjunto de créditos homogénios

que são transferidos para um Fundo («fond commun de créances» correspondente ao «trust», no modelo anglo-saxónico) o qual, por sua vez, emite títulos sobre eles.

A grande diferença do direito americano traduz-se, precisamente, na inexistência de «trust», figura dos direitos de «commun law», desconhecida dos sistemas de «civil law».

Por conseguinte, na Bélgica, tem sido adoptada a forma do «Fond commun de créances», francês, como tal se entendendo «o património indiviso, gerido por uma sociedade gestora, por conta dos participantes, cujos direitos são representados por «títulos nominativos ou ao portador».

As sociedades gestoras, dotadas de capital mínimo, poderão gerir mais do que um fundo.

A principal questão jurídica que se coloca é a de saber se se trata de uma verdadeira cessão de créditos, se esta se opera apenas com o acordo do devedor, ou independentemente do seu acordo ou conhecimento e como deve ser formalizada.

Da definição destes aspectos resultará o maior ou menor desenvolvimento do instrumento financeiro em causa.

Conclui-se, em todo o caso, que, face ao direito belga, resultam acautelados os princípios que subjazem à existência da «titrisation»: acautela-se o risco da insolvabilidade da instituição; promove-se a valorização dos créditos; permite-se ao credor originário que retire os riscos do seu balanço.

O tratamento fiscal é curioso e atraente: são retidos na fonte cerca de 14% dos juros pagos pelos devedores ao Fundo, mas estão isentos os pagamentos do Fundo aos investidores.

#### IV. EXPERIÊNCIAS DE TITULARIZAÇÃO EM PORTUGAL

Não se conhecem normas específicas, reguladoras deste instrumento financeiro. Inexiste, mesmo, denominação própria. Já vimos chamar-lhe «securitização»,

mas achamos o neologismo desenraizado e sem qualquer sugestão significativa. O recurso à denominação francesa (e essa sim, teria uma raiz significativa) deveria, antes, conduzir à designação de «titularização» que é a que mais se ajusta à realidade portuguesa. Trata-se, na verdade, de uma autêntica «titularização de créditos». Ficamos por esta, por enquanto.

Em Portugal, com o eclectismo que é habitual, já foram celebrados contratos de «securitisation» e de «titrisation». À americana e à francesa.

À americana, através de instrumentos contratuais que as partes designaram por «contratos de securitização» e que seguem, de forma fiel, os contratos de «securitisation» dos países anglo-saxónicos.

À francesa, através da emissão de obrigações hipotecárias.

Vejamos o objecto, o conteúdo, a formalização e o suporte legal de cada um destes modelos.

#### **A. O modelo «securitisation».**

Existem duas partes contratuais: uma delas é o originador (credor originário) e pode ser também servidor, na medida em que, habitualmente, se encarrega da cobrança dos créditos; a outra parte é o comprador.

O originador é titular dos créditos por empréstimos efectuados no exercício da sua actividade.

Originador e comprador acordam respectivamente, vendas e compras daqueles créditos (originárias e sucessivas, verificados os pressupostos).

O servidor compromete-se a, como agente do comprador, cobrar os créditos deste, mediante remuneração por simples prestação de serviços.

A transmissão dos créditos é efectuada «sem recurso ao vendedor» e independentemente do conhecimento ou acordo do devedor, ou seja, estamos perante uma autêntica cessão de créditos (art.º 577.º do Código Civil), sem prejuízo de o cedente (originador) aceitar a sua nomeação como agente do comprador para o representar na cobrança dos créditos contratuais.

O preço da compra e venda (isto é, da cessão) é estabelecido de acordo com os critérios fixados no contrato.

A compra dos títulos é, por seu lado, efectuada com fundos gerados por emissão de papel comercial que pode ser levada a cabo, no estrangeiro, por empresas com esse específico objecto.

Não havendo regulamentação nacional deste tipo de contratos, segue-se o modelo anglo-saxónico: definem-se todos os termos chave do contrato, estipulam-se os comportamentos a adoptar pelas partes, cria-se a obrigação de cada uma das partes respeitar e fazer respeitar o direito nacional a que esteja sujeita e estipula-se o direito regulador do contrato que, normalmente, e sobretudo se os intervenientes pertencem a ordens jurídicas diferentes, será o direito inglês.

Naturalmente, a base legal que suporta a construção destes contratos, no direito português, é o princípio da liberdade contratual, consagrado no art.º 405.º do Código Civil.

#### B. O modelo «titrisation»

O modelo a que nos referimos é, naturalmente, o modelo francês.

Já se viu que, em França, podem os créditos agregados ser transferidos para fundos (*fonds communs de créances*), os quais são geridos por sociedades gestoras. Estes créditos passam, assim, a pertencer aos investidores, tomadores de unidades de participação emitidas sobre aqueles créditos.

Em Portugal, a emissão de obrigações hipotecárias apresenta algumas semelhanças com o modelo francês, mas também grandes diferenças.

Nos termos do Decreto-Lei n.º 125/90 de 16 de Abril, alterado pelo Decreto-Lei n.º 17/95 de 27 de Janeiro, as instituições bancárias autorizadas a conceder créditos garantidos por hipoteca podem, em certas condições, emitir obrigações hipotecárias, com desaplicação do capítulo IV do título IV do Código das Sociedades Comerciais.

Todavia, o valor global nominal da emissão não pode ultrapassar 80% do valor global dos créditos hipotecários do emitente.

Os títulos, assim emitidos, são garantidos pelo conjunto das hipotecas devidamente registadas, as quais, aliás, prevalecem sobre quaisquer privilégios creditórios imobiliários.

Constata-se, assim, que as obrigações hipotecárias são títulos emitidos sobre créditos hipotecários, agregados, sendo aqueles títulos tomados por investidores que, por esta via, são também os financiadores das aquisições a que tais fundos se destinam: a construção.

Diferem, porém, dos demais modelos de titularização: primeiro, porque os créditos não são transferidos para qualquer outra entidade diferente do primitivo credor; depois, porque não são juridicamente autonomizados relativamente à pessoa do emitente; finalmente, porque perante os investidores respondem os bens dados em garantia, mas também o património dos emitentes.

Por tudo o que acabamos de referir, o modelo português de titularização de créditos hipotecários não preenche os requisitos e não prossegue, inteiramente os objectivos da verdadeira «titrisation».

## V. O ACTUAL QUADRO LEGAL PORTUGUÊS

Temos, assim, em Portugal, o início de uma prática, não regulamentada, mas que a legislação geral não inviabiliza, traduzida em cópia quase fiel dos contratos celebrados em países de «common law». Algum desajuste será, por certo, inevitável. Sobretudo, faltarão o controlo das autoridades de supervisão seja das entidades bancárias seja do mercado de valores mobiliários.

Existe, por outro lado, uma legislação, aliás muito rígida, relativa a titularização de créditos hipotecários, mas que não responde às exigências do novo instrumento financeiro, restringindo-o a este tipo de crédito, e não lhe permitindo

autonomização dos riscos relativamente ao emitente: nem dos riscos do balanço, nem dos riscos do mercado.

Deve, entretanto, salientar-se que existe, em Portugal, experiência e instrumental jurídico para a prática da titularização, de tipo francês. Referimo-nos aos fundos de investimento e suas sociedades gestoras. Tão simples quanto isto: basta que lei especial permita a constituição de fundos de créditos, em tudo semelhantes aos fundos de investimento. Admitida a emissão de títulos de participação sobre aqueles activos, estará encontrada a autonomização, a possibilidade de colocação no mercado, enfim, estarão alcançados os objectivos associados à novidade do instrumento.

A definição dos créditos susceptíveis de «titularização» alargará ou restringirá o seu âmbito de utilização.

## VI. CONCLUSÕES

- 1.<sup>a</sup> A titularização de créditos traduz-se na agregação de créditos homogéneos e sua autonomização relativamente ao património de activos do credor;
- 2.<sup>a</sup> A autonomização dos activos referidos no número anterior pode dar-se através de técnicas diversas, conforme os sistemas jurídicos em que ocorre (de tipo societário, fiduciário ou colectivo);
- 3.<sup>a</sup> As finalidades da titularização também podem ser diversas: em alguns casos, visa-se uma simples limpeza do balanço; noutros, pretende-se a rentabilização de activos; noutros ainda, a diversificação dos riscos; podendo, é claro, estar presentes todos estes objectivos;
- 4.<sup>a</sup> Em Portugal, ainda não existe regulamentação sobre a matéria;
- 5.<sup>a</sup> A falta de regulamentação não inviabiliza a utilização do instrumento financeiro, mas também o não promove;

- 6.<sup>a</sup> Na ausência de regras, a titularização corre o risco de se transformar num fenómeno, desconhecido das autoridades do mercado financeiro, com todos os inconvenientes que daí decorrem;
- 7.<sup>a</sup> No âmbito do sistema financeiro nacional, foram celebrados contratos, à imagem dos sistemas jurídicos anglo-saxónicos;
- 8.<sup>a</sup> Todavia, existe regulamentação próxima da «titularização», a propósito da emissão de obrigações hipotecárias a que, não obstante, os agentes económicos não têm recorrido, certamente, por ali não reconhecerem todas as virtualidades do novo instrumento financeiro;
- 9.<sup>a</sup> Também existe legislação e experiência na constituição e gestão de fundos colectivos e suas sociedades gestoras, que pode aproximar o sistema dos modelos continentais ou de «civil law»;
- 10.<sup>a</sup> Porém, a legislação nacional não reconhece a constituição de fundos de créditos nem as respectivas sociedades gestoras o que inviabiliza este modelo de titularização;
- 11.<sup>a</sup> Admitindo maiores dificuldades na importação de instrumental jurídico de sistemas mais afastados, como sejam o «trust» ou mesmo as «special purpose companies», a viabilização regulamentada da titularização poderá encontrar caminho fácil através da adequação da legislação nacional já existente;
- 12.<sup>a</sup> Designadamente, e à semelhança dos modelos acima referenciados, a titularização poderia ter lugar através da criação de sociedades gestoras com este específico objecto ou com objecto compatível e, simultaneamente, através da admissão de fundos constituídos por créditos especialmente adequados para este efeito;
- 13.<sup>a</sup> Não está, porém, excluída a hipótese de construção de qualquer dos demais «veículos» já conhecidos: o «trust» e as sociedades com este específico objecto.

Quanto ao «trust», não se adivinham facilidades, face ao inêxito das muitas tentativas havidas no sentido da sua introdução em ordenamentos jurídicos continentais.

No que toca às sociedades, admite-se a criação de um novo tipo societário, próximo, aliás, das sociedades de «factoring» que, naturalmente, careceria de adequado tratamento legal e supervisão prudencial.

- 14.<sup>a</sup> De resto, em qualquer dos casos de titularização, deveria a supervisão prudencial ser atribuída segundo os critérios habituais.

### Bibliografia

- THOMPSON, JOHN K. — *La titrisation, une perspective internationale* OCDE. 1995.
- BONSALL, DAVID C. — *Securitisation*. Butterworths. London. 1990.
- KASI, VALIAPPAN — *The impact of securitisation on UK bank corporate lending*, University North Wales. 1990.
- FEENEY, PAUL — *Loan securitisation*. University College of North Wales. 1986.
- GARDENER, EDWARD — *Securitisation and the banking firm*. University College of North Wales. Research papers in banking and finance. 1989.
- WALSH, JONATHAN, GILLES T. — *Titrisation: les nouvelles opportunités offertes par l'UEM*. Banque et Droit. 1997.
- REIS-ROY, CALVIN — *Rating securitisation structures*. Journal of international banking law. Oxford. 1998.
- REIS-ROY, CALVIN — *Securitisation structures in U.S.* Journal of international banking law. Oxford. 1998.
- LE HIR, CHRISTIAN — *Les évolutions du cadre juridique de la titrisation*. Banque et Droit. 1997.
- SILVA, I. D.-N.J. — *Asset securitisation in Brasil*. Journal of international banking law. 1995.
- PAPEIANS, JEAN CHARLES — *La titrisation de créances: étude comparative États Unis et Belgique*. Revue de Droit des affaires internationales. 1996.
- BANCEL, F. — *Quel avenir pour la titrisation en France?* Banque. 1993.
- VAN DEN EYNDE, PATRICK — *The Belgian securitisation market*. Revue de le Banque. 1998.
- OCDE — *Les perspectives internationales de la titrisation*. In tendances des marchés des capitaux. 1995.