

A TITULARIZAÇÃO DE CRÉDITOS (“Securitização”):

Diogo Leite de Campos

Sumário: 1. Introdução. 2. A titularização (securitization). 3. Significado económico-financeiro. 4. Titularização de créditos e de outros activos. 5. Cessão de créditos. 6. As “cédulas de crédito”. 7. Comp. - “Fire wall”. 8. Agentes da titularização. 9. Características dos títulos. 10. Controlo da titularização.

1. Introdução.

Os últimos decénios têm sido marcados, nos E.U.A. e, depois, na Europa, por uma progressiva integração das famílias e das empresas no financiamento directo da economia.

Sugiro, só para simplicidade de análise, três fases:

a) A sociedade anónima, como instrumento de recolha de grandes massas de capitais para um certo empreendimento. É uma fase que ainda existe em pleno vigor.

b) Os fundos de investimentos, que têm desempenhado um papel importante, por vezes decisivo, no financiamento das empresas, do Estado e do sector público da economia. Através da recolha de grandes massas de capitais.

Sublinhe-se que, neste caso, os investidores não estão empenhados num certo projecto empresarial mas com uma multiplicidade, mais ou menos indefinida, de empresas.

c) Na terceira fase encontramos – desde o início dos anos oitenta, a “securitization” ou, como a traduzo, a *titularização* de créditos e outros activos.

Nas duas primeiras fases os agentes económicos continuavam a desempenhar o seu papel “tradicional” de financiar as

empresas com capital de risco, deixando às instituições financeiras o financiamento a crédito. Na fase da titularização, invadem o próprio campo das instituições financeiras, financiando as empresas a crédito.

Esta fase revela, mais caracteristicamente do que as anteriores, um “afastamento” das instituições e dos instrumentos clássicos do financiamento e da economia. A favor da intervenção, mais ou menos directa das famílias e das empresas, através de instrumentos novos.

Sem receio de simplificar demasiadamente o discurso, vou estabelecer o confronto entre os meios “clássicos” de financiamento da economia e o novo instrumento da “titularização”.

Tradicionalmente, os bancos recolhem fundos junto das famílias e das empresas e dão-nos em mútuo às empresas e às famílias. São elas e os bancos a correr o risco do financiamento. Os depositantes “pagam” a não assunção desse risco através de taxa de juro mais baixa do que aquela que receberiam se fizessem o financiamento directo. O banco é um intermediário que corre o risco.

Com a titularização, o papel de intermediário do banco esbate-se ou desaparece.

A empresa interessada, em vez de se dirigir a uma instituição financeira para obter financiamento - mesmo que o seja através da cessão dos seus créditos sobre terceiros - cede os seus créditos ao público em geral, obtendo deste modo o financiamento que deseja.

Assim, é o público em geral que passa a correr o risco do financiamento, através de rendimentos mais elevados, próximos das taxas de juro das operações activas dos bancos.

Vou passar a desenvolver a titularização.

2. A titularização (*securitization*).

A titularização consiste na transformação de créditos (e outros valores do activo) em títulos facilmente colocáveis no mercado.

O complemento desta noção exige algumas precisões: significado económico-financeiro; cessão dos créditos; agentes da titularização; características dos títulos.

3. Significado económico-financeiro.

Através da titularização, obtêm-se os seguintes efeitos: os bancos e demais instituições financeiras melhoram as *rácios*; diminuem o risco; aumentam a recolha de fundos; podem racionalizar as carteiras de títulos.

Em termos gerais, anima-se o mercado de títulos e reforça-se o financiamento da economia.

Os investidores obtêm novas e, eventualmente, mais seguras oportunidades de investimento; crescem a rendibilidade dos seus capitais.

Exemplifiquemos.

O banco pretende alienar cem milhões de “euros” da sua carteira de crédito à habitação. Constitui um *trust*, proprietário desses créditos, que os coloca no mercado representados por títulos, recebendo o banco a referida quantia.

O banco continua a gerir os créditos e as respectivas garantias, mas agora por conta do *trust* (embora não necessariamente em seu nome).

O banco melhorará a gestão da sua carteira de crédito à habitação, melhorando a *rácio* e os seus riscos. Mantem, a título de comissão pela gestão, uma certa parte (suponha-se que 2%) dos juros.

Os adquirentes dos títulos, que passam a assumir o risco do não cumprimento, receberão um rendimento de 5% (suponha-se) em vez dos 3% que receberiam se depositassem o seu aforro no banco.

O banco substitui, nas suas receitas, juros por comissões.

Seja qual for o “veículo” da titularização (fundo, sociedade, *trust*) o rendimento pode ser a uma taxa fixa ou corresponder ao rendimento efectivo da carteira.

4. Titularização de créditos e de outros activos.

Os bens a titularizar podem ser da mais diversa ordem, indo de créditos presentes a créditos futuros (portagens de auto-estradas, por ex.), de créditos de empresas a créditos de impostos ou taxas; e abarcando outros valores, como a potencialidade do ganho de uma *equipa de football*, de uma cantora, etc.

Vou centrar-me na titularização de créditos.

5. Cessão de créditos.

A cessão de créditos para titularização é feita, normalmente, em grandes massas de créditos, sobretudo se o cedente for um banco que quer alienar de uma só vez parte importante de uma carteira.

Daqui resulta a necessidade de se aligeirar a forma da cedência e das garantias que lhe estejam associadas.

Começemos pela cedência dos créditos.

Julgo que os créditos deverão poder ser cedidos por documento particular que englobe múltiplos créditos, desde que devidamente identificados. Isto, mesmo que a constituição de tais créditos seja sujeita à forma solene, como uma escritura pública.

Esta prova de confiança no cedente e no cessionário, é facilmente justificável, dada a natureza do cedente e do cessionário que são frequentes vezes, pelo menos um deles, instituições financeiras, sujeitas a regras que visam assegurar a sua honorabilidade.

Vem agora a questão da cessão das garantias acessórias a esses créditos. O problema põe-se especificamente, quanto às garantias como a hipoteca, que estão sujeitas à escritura pública e são registadas para produzir efeitos em relação a terceiros. O documento solene de transmissão pode ser ultrapassado, como se referiu. Mas já não, ou dificilmente, a necessidade de registar as garantias em nome do cessionário. Não parece praticável, dado o estado das técnicas do registo, registar grandes massas de hipotecas, em tempo útil, a favor do cessionário.

Esta dificuldade não tem sido ultrapassada nos ordenamentos jurídicos que podem servir de exemplo.

Julgo que será possível, sem prejuízo sério, manter a garantia em nome do cedente. Este continuará a gerir os créditos por conta do cessionário, mas em nome próprio.

6. As “cédulas de crédito”.

Nesta matéria, julgo que seria conveniente criar um instrumento intitulado “cédulas de crédito”.

Tratar-se-ia de títulos transmissíveis por endosso equivalentes às livranças, que incorporariam, além de um crédito, as garantias acessórias, pessoais ou reais. Tais garantias seriam constituídas por inscrição no título e transmissíveis por endosso.

No caso de terem de ser registadas para produzir efeitos perante terceiros, sê-lo-iam com o averbamento de que são transmissíveis por endosso com o título em que estão incorporadas. Sem necessidade de novos registos em benefício de novos titulares. Pela via das cédulas de crédito se obteria, simultaneamente, a fácil circulação dos créditos e das respectivas garantias.

7. Comp. - “Fire wall”.

A terminar este tema, sublinho que o cedente não deve manter qualquer vínculo ou obrigação em relação ao crédito cedido. Nomeadamente, garantindo a sua cobrança.

E, por outro lado, os credores do cedente não deverão poder atacar, por qualquer modo, o negócio de cedência ou o cessionário. A segurança dos investidores assim o exige.

Nos E.U.A. trata-se desta matéria referindo-se que deve existir um muro de fogo (*fire wall*) entre o cedente e o cessionário.

8. Agentes da titularização.

Tenho partido, na análise precedente, do princípio de que o enquadramento jurídico da titularização deve ser o mais alargado possível, em homenagem à liberdade contratual. Deixando que as partes organizem, como entenderem, os seus interesses.

Também aqui proponho um largo espectro de agentes de titularização: fundos de investimentos em titularização; sociedades de investimentos em titularização; *trusts* (propriedade fiduciária).

Os fundos de investimentos, abertos ou fechados, são um instrumento muito conhecido e bem provado na generalidade dos ordenamentos jurídicos (EUA, França, Espanha, Argentina, Bélgica, Luxemburgo, etc.). Uma precisão: não deve ser permitido o financiamento dos fundos por mútuos.

Criar-se-ia um tipo especial de fundos, em cujo património entrariam só os créditos destinados a titularização, pois a gestão destes créditos apresenta especificidades de algum relevo perante os títulos (*maxime*, acções e obrigações) que integram correntemente o património dos fundos.

As sociedades de investimentos em titularização assumiriam a natureza de sociedades financeiras, tendo como objecto exclusivo a aquisição e gestão de créditos.

Finalmente, quero acentuar a importância decisiva dos *trusts* –propriedade fiduciária. A propriedade fiduciária é o principal veículo de titularização de créditos nos E.U.A., atribuindo-se-lhe uma quota parte importante do sucesso da *securitization* de créditos e outros activos nesse Direito. É um instrumento flexível, barato a nível da constituição e da gestão e no qual o próprio cedente pode ser o titular da propriedade fiduciária (*trustee*). Um banco que queira titularizar os seus créditos, pode constituir-se a si mesmo em “trustee” desses créditos, colocando-os no mercado através de títulos que emita.

Os *trusts* facilitam sobremaneira o “seccionamento” (*slicing*) das carteiras, para responder às necessidades dos investidores. Uma carteira de créditos pode ser colocada no mercado, conforme a procura concreta dos investidores, através de variadas “parcelas” com variados graus de risco, vencimentos, rendimentos, etc.

9. Características dos títulos.

Os títulos representativos dos créditos adquiridos teriam natureza distinta conforme as entidades de titularização, e características variadas no interior destas.

Nesta ordem de ideias, os fundos emitiriam títulos (certificados de participação) de rendimento variável, conforme o rendimento da carteira que lhes fosse subjacente; e títulos de renda fixa. Podendo qualquer das modalidades estar submetida a um regime jurídico próprio, quanto a rendimentos, garantias, riscos, etc., nos termos do “seccionamento” que referi.

As sociedades emitiriam, normalmente, acções e obrigações.

Os *trusts* emitiriam títulos, sob a forma de títulos de participação e de rendimento fixo, em termos semelhantes aos fundos.

10. Controlo da titularização.

Os investidores têm direito a uma titularização transparente. Esta transparência é a sua melhor garantia, permitindo-lhes escolhas adequadas aos seus interesses.

A transparência de titularização tem sido assegurada, na generalidade dos ordenamentos jurídicos, por adequadas exigências jurídicas e pelas autoridades de supervisão.

Só quero salientar, neste momento, a importância do *rating* (notação). As empresas de *rating* têm assegurado sobretudo nos E.U.A., a correcção dos procedimentos e a sua transparência. Julgo que será difícil e inconveniente ir para além disto, exigindo especiais garantias ou obrigações do cedente, como o faz o Direito francês.

Creio profundamente nos benefícios que a titularização pode trazer à economia em geral, favorecendo o desenvolvimento das empresas e, através dele, o emprego, a educação, a cultura, o bem estar das pessoas que é, em última análise, o objectivo da titularização (e o meu próprio). “Porque tive fome e destes-Me de comer....”(Mt. 25,35).