



Maria Carolina Inoque Felício Calisto

O Instituto da Titularização de Créditos em Portugal: dos Créditos Hipotecários aos Créditos *Non-performing loans*

Dissertação com vista à obtenção do grau de
Mestre em Direito

Orientador:

Professor Doutor Armindo Saraiva Matias, Professor na Universidade Autónoma de Lisboa

Coorientador:

Professor Doutor Miguel de Azevedo Moura, Professor na Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa

Junho 2021

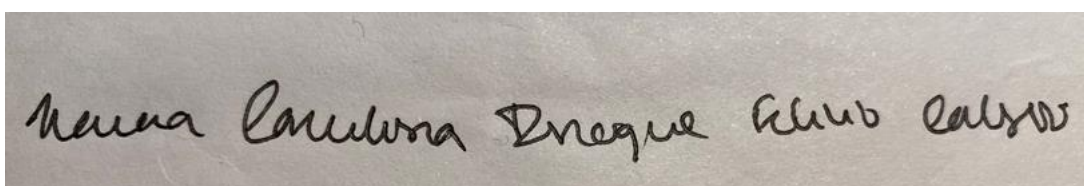
*À minha querida avó Isilda, que continue a iluminar-me
neste caminho*

A. Declaração de Compromisso Antiplágio

Declaro por minha honra que o trabalho que apresento é original e que todas as citações estão corretamente identificadas e em consonância com o disposto nos termos do art.º 20.º-A do Regulamento do 2.º Ciclo e art.º 8.º do Regulamento do 3.º Ciclo da NOVA School of Law. Tenho consciência de que a utilização de elementos alheios não identificados constitui uma grave falta ética e disciplinar.

Lisboa, 11 de julho de 2021

A autora,



Mariana Carvalhosa Dineque Almeida Caldas

B. Agradecimentos

O caminho durante este mestrado foi de verdadeiros altos e baixos. Contudo existem pessoas que tudo fizeram para que os altos fossem mais duradouros, e por isso, ainda que brevemente, devo mencioná-las pela sua presença e importância ao longo deste desafio a que me propus.

Aos meus pais em primeiro lugar, que dentro de todas as dificuldades que têm, sempre tiveram como princípio a educação e a formação, e por isso lutaram para que eu pudesse ter um ensino de excelência para construir um futuro melhor, colocando as minhas necessidades como prioridade. Espero que esta obra os deixe orgulhosos do que me conseguiram proporcionar, e que sirva de agradecimento pelo que fizeram por mim! À minha mãe em especial, por todo o apoio nesta reta final que tão difícil foi, por me ajudar a ver a luz mesmo quando ela não está lá.

Ao João, o meu namorado, que é um colega, um companheiro, um amigo nas melhores e piores horas, que se dedicou a mim para que mantivesse a minha sanidade mental durante este percurso.

Aos excelentes colaboradores da NOVA School of Law, dos quais destaco o Sr. João Cabral durante o período curricular e a Sra. Marisa Lopes durante o período de elaboração desta dissertação. Ambos foram incansáveis para que eu pudesse chegar ao final, primaram sempre pelo profissionalismo, amabilidade e humanidade, e nunca poderei esquecer esse trato comigo.

Aos meus amigos, que muitos me acompanharam de perto e choraram comigo as minhas derrotas e celebraram comigo as minhas vitórias, que caminham junto a mim.

Aos meus colegas da Fidelidade, pela ajuda e companheirismo, pelas partilhas de conhecimento e interesses para esta dissertação, e pela disponibilidade, por me lembrarem que «o caminho faz-se caminhando» (não fosse este o lema da empresa, também!).

Devo também agradecer ao Dr. João Antas Martins, especialista em transações com *non-performing loans*, pelo seu apoio no processo de criação do tema *non-performing loans*, e também ao Dr. Tiago Correia Moreira, pelas suas sugestões de leitura neste tema.

Não posso deixar de agradecer a todos os professores deste mestrado, pela sua inovação na concretização do mesmo. Cabe-me também agradecer ao professor Miguel de Azevedo Moura pelo seu papel como Coorientador, possibilitando que chegasse à meta!

Por fim, ao meu orientador, o professor doutor Armindo Saraiva Matias, que aceitou prontamente o meu tema, colaborando e desafiando-me sempre a concretizá-lo da melhor forma. Orientando-me e enriquecendo a minha ideia, para que se concretizasse num produto final digno.

C. Modo de Citar e outras Convenções

A presente dissertação segue as Regras de Estilo da NOVA School of Law.

A língua escolhida é o português, seguindo-se as regras do Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa de 1990.

A nível de formatação, o corpo do trabalho está escrito em *Times New Roman*, tamanho 13 e espaçamento de 1,5 entre linhas, e as notas de rodapé em *Times News Roman*, tamanho 11 e espaçamento simples entre linhas.

A dissertação está dividida da seguinte forma: Dedicatória, Agradecimentos, Modo de Citar e outras Convenções, Lista de Abreviaturas, Resumo e corpo da dissertação. Este está organizado em I. Título, 1. Capítulo, 1.1. Secção.

O índice encontrar-se no final desta obra, seguindo a norma francesa, como estipulado nas Regras de Estilo da NOVA School of Law.

As referências bibliográficas seguem as Normas Portuguesas n.º 405-1 e 405-4 do Instituto Português de Qualidade.

O corpo da dissertação, incluindo espaços e notas de rodapé, ocupa um total de 118 143 carateres.

D. Lista de Siglas e Abreviaturas

BCE – Banco Central Europeu

BdP – Banco de Portugal

CC - Código Civil

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CVM - Código dos Valores Mobiliários

DL - Decreto-Lei

EOET - Entidades com o Objetivo Específico de Titularização

EUA – Estados Unidos da América

FROB – Fundo de Reestruturação Ordenada Bancária

FTC - Fundo de Titularização de Créditos

IBNR - *Incurred but Not Reported*

NPA - *Non-performing Assets*

NPE - *Non-performing Exposures*

NPL - *Non-Performing Loan*

OPS – Oferta Pública de Subscrição

OT - Obrigações Titularizadas

RGICSF - Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras

SAREB - Sociedade de Gestão de Ativos procedentes da Reestruturação Bancária

SGFTC - Sociedade Gestora de Fundo de Titularização de Créditos

SPV - *Special Purpose Vehicle*

STC - Sociedade de Titularização de Créditos

STS – *Simple, Transparent and Standardised*

UP - Unidade de Participação

UT – Unidade de Titularização

E. Resumo

A presente dissertação foca-se no estudo do instituto de titularização de créditos, abordando a figura de titularização desde a sua origem à sua concretização. Explorarei o enquadramento jurídico desta figura de financiamento, que possibilita tornar comercializáveis e atrativos os ativos ilíquidos, abordando o processo que ocorre desde o momento em que os ativos estão na esfera do devedor ao momento em que chegam ao mercado.

Analisarei ainda a titularização de dois tipos de créditos: os créditos hipotecários e os créditos *non-performing loans*. Os créditos hipotecários foram os primeiros créditos a serem titularizados, uma vez que esta se iniciou como uma operação focada no mercado hipotecário. Os créditos *non-performing loans* são uma problemática da nossa economia e caracterizam-se como créditos indesejados no balanço de uma instituição financeira. A titularização de créditos *non-performing loans* é uma solução para que as instituições financeiras possam alavancar o seu balanço.

Com esta investigação pretendo demonstrar como esta figura de financiamento foi uma solução que surgiu num momento problemático do mercado hipotecário e o impacto que esta pode ter, neste momento, com a presença de créditos *non-performing loans* na nossa economia.

F. Abstract

The present dissertation addresses to the study of credit securitization, from its origin until its concretion. I will explore the legal framework of this financial form that refers to the transformation of illiquid, nonmarketed assets into liquid, marketable assets and attractive, approaching all process between the moment that assets are at owner's possession until they became available in the market.

In this dissertation I will study two types of credit securitization: mortgage loans and non-performing loans. Mortgage loans were the first to be securitized as an operation focus on the mortgage market. Non-performing loans are a growing problem in the economy and are seen as unwanted credits in the balance sheet of o financial institution. Securitization of non-performing loans is one solution that can leverage financial institutions balance sheet.

With this dissertation I intend to show how this financing form was a solution in a difficult moment for mortgage market and its impact, at this moment, with the use of non-performing loans in the economy.

Introdução

A titularização de ativos assume-se como uma alternativa de financiamento que tem vindo a ganhar importância no desenvolvimento dos mercados de capitais.¹

Esta figura teve origem nos Estados Unidos da América (EUA)² no período da Grande Depressão (1929-1933), tendo tido um impacto em todo o setor de crédito imobiliário.

Até aos anos 1970, e com o objetivo de cativar a saída da crise imobiliária, o ordenamento jurídico americano desenvolveu a figura da «securitização» no contorno dos empréstimos hipotecários. A *securitization* (titularização me português) tinha como propósito facultar liquidez, estabilidade e acessibilidade ao mercado de hipotecas residenciais.

Após os EUA, a titularização seguiu caminho para a Europa, onde obteve um grande crescimento na quantidade de emissões desta operação de titularização de ativos.

Este estudo, e em especial os capítulos II e III, foca-se no instituto de titularização e na forma como evoluiu e foi crucial numa situação de pós-crise imobiliária que acabou por afetar toda a economia. Este momento é fundamental para que se compreenda a operação e o ordenamento jurídico português no que diz respeito à titularização dos créditos. No capítulo IV,

¹ «Podemos, pois, afirmar que a titularização é, actualmente, motor e resultado da evolução do mercado financeiro, na medida em que estabelece a ponte entre os mercados de capital e o mercado de aplicação de fundo.» Diogo Leite de Campos e Cláudia Saavedra Pinto, *Créditos Futuros, Titularização e Regime Fiscal*, Coimbra, Almedina, 2007, p. 9.

² A origem desta figura aconteceu por necessidade nos EUA como solução para a crise que o setor do crédito imobiliário estava a enfrentar. Cf. João Calvão da Silva, *Titularização de Créditos: Securitizations: [No coração da crise financeira global]*, 3.^a ed. ver. e aum., Coimbra, Almedina, 2013, p. 8.

analisa-se o regime de titularização de créditos hipotecários. Considera-se que a origem da titularização está relacionada com estes créditos, dado terem sido estes os primeiros créditos a usufruírem da operação de titularização. Nesse sentido, a nossa análise incidirá sobre as normas da titularização deste tipo de créditos, afastando semelhanças que possam existir com uma outra figura, as obrigações hipotecárias.

A última parte debruçar-se-á sobre a evolução e crescimento dos créditos *non-performing loans*, começando pelo seu conceito, noção e mensuração. Dadas as suas características, considerámos fundamental, para erradicar dúvidas, desenvolver sucintamente os conceitos «exposições *non-performing*» e «ativos *non-performing*», que ainda que semelhantes, são figuras distintas dos *non-performing loans*.

Finaliza-se com a exposição da solução encontrada por Espanha para o número crescente de *non-performing loans*, que irá assim encadear com o estudo da titularização como solução para o rácio de *NPL* em Portugal, que é o foco deste estudo.

I - Conceito e enquadramento do instituto de titularização de créditos

1 - Definição do conceito titularização

O conceito titularização tem várias definições, embora acabem por convergir. Todas têm por base a transformação de ativos monetários em títulos de dívida negociáveis.

A origem deste conceito está na palavra *securitization* (ou *securitisation*), que por sua vez resulta de *securities*, que pode ser traduzida por valores mobiliários. De acordo com Paulo Câmara³, o termo titularização não é uma tradução exata, mas sim a possível. Concordamos com este autor, mas também compreendemos que este entendimento só acontece após um estudo e uma utilização desta figura, que num primeiro momento acabou por não acontecer.

Segundo Armindo Saraiva Matias, a titularização é um processo de emissão de títulos negociáveis, que tem por base fluxos de tesouraria produzidos por ativos específicos.⁴

³ «A titularização é a tradução possível, conquanto que não perfeita, de uma designação anglo-saxónica – securitization. O termo nacional foi adoptado pelo DL n.º 453/99, de 5 de Novembro, diploma que regula as operações de titularização, aí compreendendo a cessão de créditos para efeitos de titularização, a constituição e funcionamento dos veículos de titularização admitidos e a emissão de valores mobiliários com base neste esquema. Preliminarmente, cabe por prudência advertir que à sucessão de neologismos nacionais que lhe perfilhavam como candidatos para a tradução do vocábulo anglo-saxónico securitization – securitização, titularização, mobilização – corresponde uma variedade ainda mais intensa de significados que a esta são atribuídos.» In Paulo Câmara - Operação de Titularização, in Diogo Leite de Campos [et al.], *Titularização de Créditos*, Lisboa, Instituto de Direito Bancário, 2000, p. 68.

⁴ Armindo Saraiva Matias - Obrigações hipotecárias e titularização de créditos hipotecários, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 69, vol. I/II, Lisboa, (janeiro-junho 2009), p. 123-124.

O Decreto-Lei (DL) n.º 453/99, de 5 de novembro, (doravante Lei da Titularização) regula o regime da titularização de créditos, assim como as partes que constituem esta operação. Este diploma é responsável pela inserção no sistema normativo jurídico português do instrumento financeiro da «securitização» de ativos, fazendo uso da expressão «titularização de créditos». É nesta lei que podemos encontrar, no seu artigo 3.º, alínea a), a remissão para o Regulamento (UE) 2017/2402, que na alínea 9) do artigo 2.º define a titularização como:

«“Titularização tradicional”, uma titularização que implica a transferência do interesse económico das posições em risco titularizadas através da transferência da propriedade de tais posições pelo cedente para uma EOET ou através de subparticipações por parte de uma EOET, caso os valores mobiliários emitidos não constituam obrigações de pagamento do cedente; [...]»

Consideramos que a designação apresentada pelo Regulamento (UE) 2017/2402 é ampla e incompleta, descrevendo a cessão de créditos de uma forma simplificada e não fazendo referência às variadas fases que a titularização de créditos necessita para que se concretize.

Contudo, deve ressaltar-se que a mesma contempla os intervenientes da titularização, quando refere que as «transferências da propriedade de tais posições pelo cedente para uma EOET». As Entidades com o Objetivo Específico de Titularização (EOET) caracterizam-se, de acordo com o artigo 2.º, n.º 2, do Regulamento (UE) 2017/2402, como «entidades com o objetivo específico de titularização»⁵, indo ao encontro do disposto no artigo 2.º da

⁵ «Entidade com objeto específico de titularização” ou “EOET”, uma sociedade, *trust* ou outra entidade, que não seja um cedente nem um patrocinador, criada com o objetivo de realizar uma ou várias operações de titularização, cujas atividades estejam limitadas à realização desse objetivo e cuja estrutura se destine a isolar as obrigações da EOET das do cedente». In Artigo 2.º, n.º 2, do Regulamento (UE) 2017/2402 do Parlamento Europeu e

Lei da Titularização, o qual elenca os intervenientes admissíveis na titularização e define como EOET os fundos de titularização de créditos e as sociedades de titularização de créditos.

Nesta definição encontra-se também menção ao cedente, que se figura como um interveniente da titularização, de acordo com a alínea b) da Lei da Titularização. A mesma remete para a alínea 3) do artigo 2.º do Regulamento (UE) 2017/2402, que define o cedente como sendo uma entidade que:

«a) Por si própria ou através de entidades relacionadas, participou direta ou indiretamente no acordo inicial que fixou as obrigações, efetivas ou potenciais, do devedor ou potencial devedor que deram origem às posições em risco objeto de titularização; ou

b) Adquire as posições em risco de um terceiro por conta própria e, subsequentemente, procede à sua titularização[...]».

É na Lei da Titularização que se encontram mencionado os cedentes, como o «Estado e demais pessoas coletivas públicas, as instituições de crédito, as sociedades financeiras, as empresas de investimento, as empresas de seguros, os fundos de pensões e as sociedades gestoras de fundos de pensões».⁶

Para Armindo Saraiva Matias, a titularização de créditos caracteriza-se por ser um processo que se desenrola em dois momentos: «em primeiro lugar, à agregação por espécies, desses activos (constituídos por créditos), à sua autonomização relativamente ao património do credor, mediante

do Conselho Europeu de 12 de dezembro de 2017, *Official Journal of the European Union*, L 347 (17-12-28).

⁶ Cf. Artigo 2.º, alínea b), da Lei da Titularização.

alteração de titularidade e, posteriormente, à emissão de títulos representativos desse universo».⁷

Esta definição elucida-nos de uma forma mais clara das particularidades que estão na formação da titularização de créditos, expressando de uma forma evidente que a operação de titularização compreende vários momentos, um momento inicial de transmissão e posteriormente a sua transformação.

A primeira fase deste procedimento corresponde à transmissão de créditos em massa através da celebração de um contrato de cessão de créditos. Segundo o DL n.º 453/99, «O contrato de cessão de créditos, ou de transferência dos respetivos riscos, para titularização pode ser celebrado por documento particular [...]»⁸, pelo que para que a cessão seja legitimada esta deverá corresponder a esta natureza. A transmissão de créditos que ocupam grandes portefólios garante um carácter de longa maturidade e, por consequência, fluxos financeiros perduráveis. É com estes créditos que são emitidos os valores mobiliários que o cessionário insere no mercado primário com o objetivo de financiamento da aquisição dos créditos. Este financiamento é mais tarde ressarcido aos investidores através dos capitais e dos juros pagos pelos devedores cedidos.

Em termos gerais, compreende-se que a titularização se assume como um processo de transferência de ativos, que se figuram como ilíquidos, para valores mobiliários figurativos desses mesmos ativos. Contudo, com esta cessão e posterior transformação, estes ativos tornam-se passíveis de serem negociáveis no mercado secundário. No que lhe concerne, estes valores mobiliários são apurados através da cobrança dos respetivos créditos. O ressarcimento é viabilizado pelo património subordinado a cada emissão e,

⁷ Armino Saraiva Matias, op. cit.

⁸ Vide artigo 7.º do DL n.º 453/99.

concludentemente, composto pelo excedente dos créditos e pelas cobranças já realizadas.

1.1 - A evolução legal da titularização

Em Portugal, as primeiras operações semelhantes à titularização aconteceram entre 1997 e 1999. Referimos «semelhantes» porque, na época, a Lei da Titularização ainda não tinha entrado em vigor. Por isso, aquelas foram construídas e possíveis através do regulado pelo Código Civil (CC) na matéria de cessão de créditos.⁹

Foi neste contexto que em 1999 surgiu, pela necessidade que se fazia sentir e precavendo a utilização futura, a Lei da Titularização. Esta clarificou¹⁰ o regime da cessão para efeitos de titularização e introduziu dois veículos (as EOET) através dos quais acontecesse a titularização, que ainda hoje vigoram.

De forma a complementar o enquadramento jurídico aplicado à titularização, foram aprovados outros diplomas¹¹, como o DL n.º 219/2001,

⁹ «A história da emissão de asset backed securities em Portugal começou antes da entrada em vigor da Lei da Titularização, tendo as primeiras operações sido construídas simplesmente com base no instituto da cessão de créditos, tal como regulado no Código Civil, sendo o adquirente dos créditos financiado através da emissão de valores representativos de dívida, que face à ausência de outras actividades ou passivos ao nível do balanço do emitente, ficavam de estruturalmente associados aos créditos por ele adquiridos.» Pedro Cassiano Santos e André Figueiredo, *Direito dos Valores Mobiliários*, Separata do volume VI, Coimbra, Coimbra Editora, 2006, p. 358.

¹⁰ A Lei da Titularização tinha assim um propósito muito claro «criar um enquadramento Português que permitisse dar seguimento no direito nacional a estruturas e conceitos que vinham sendo desenhados e utilizados com sucesso noutras jurisdições e alargar o âmbito possível de activos susceptíveis de titularização.» Pedro Cassiano Santos e André Figueiredo, op. cit., p. 359.

¹¹ Coube à CMVM aprovar outros diplomas complementares, nomeadamente o Regulamento n.º 1/2002, que dispunha as regras de contabilidade dos Fundos de Titularização de Créditos. Mais tarde, o Regulamento n.º 2/2002 estipulava determinadas regras para os Fundos de Titularização de Crédito. Estes são alguns exemplos da evolução legal que houve após a Lei da Titularização. *Idem, ibidem*, p. 360.

de 4 de agosto, que instituiu o regime fiscal das operações de titularização de ativos realizados de acordo com o diploma de 1999. Este decreto veio assegurar a neutralidade no tratamento dos veículos de titularização (Sociedades de Titularização de Créditos e Fundos de Titularização de Créditos) e garantir que a titularização de créditos dinamize a competitividade na economia portuguesa, mesmo no que diz respeito ao mercado de capitais.

A Lei da Titularização, contudo, tinha limitações, que foram colmatadas pelo DL n.º 82/2002, de 5 de abril. Este introduziu alterações no âmbito dos requisitos de capitalização e corrigiu as assimetrias relativas à natureza e supervisão das sociedades, supervisão essa que começou a ser realizada pela Comissão de Mercados dos Valores Mobiliário (CMVM).

João Calvão da Silva considera até que este instrumento financeiro, por ter a capacidade de ser subscrito não só por investidores especializados, mas também por investidores particulares, «constitui factor de dinamização e diversificação do mercado de capitais, bem como de competitividade da economia nacional no contexto da sua internacionalização e da globalização ou mundialização dos mercados».¹²

Mais tarde, com o DL n.º 303/2003, de 5 de dezembro, verificaram-se alterações no âmbito da elegibilidade dos créditos sem informação de desempenho (*non-performance receivables*) para o processo de titularização, permitindo a inserção dos mesmos, desde que não estivessem sujeitos a qualquer ação legal. Este diploma clarificou a titularização de créditos como um meio/instrumento de financiamento, identificou o critério de elegibilidade e os procedimentos judiciais para os créditos do Estado e o

¹² João Calvão da Silva, op. cit., p. 8.

serviço de dívida. Com o DL n.º 103/2003, de 5 de dezembro, tornou-se possível a titularização dos créditos pelo Estado e pela Segurança Social.¹³

Em 28 de agosto de 2019, foi publicada a quinta alteração ao DL n.º 453/99, de 5 de novembro.¹⁴

Com o Regulamento (UE) 2017/2402, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de dezembro de 2017, aprovou-se a criação de um regime geral para a titularização não *simple, transparent and standardised* (STS), e criou-se um regime específico para a titularização STS, com um regime prudencial focado no risco para identificar uma titularização simples, transparente e padronizada.

1.2 - Requisitos para a titularização de créditos

O instituto de titularização é um instrumento financeiro e uma forma de financiamento¹⁵. Os ativos passíveis de serem monetários são agrupados em portefólios e vendidos a terceiros. No entanto, para que esta operação prossiga, os créditos devem preencher determinados requisitos.

¹³ As alterações vieram permitir que Portugal concretizasse a primeira operação de titularização de créditos fiscais do Estado e da Segurança Social, a qual foi considerada um marco do ponto de vista jurídico. Foi a primeira operação a «envolver um Representante Comum dos titulares das obrigações titularizadas e a primeira emissão direta de obrigações titularizadas sujeitas à lei portuguesa». Pedro Cassiano Santos e André Figueiredo, op. cit., p. 360-361.

¹⁴ Vide Lei n.º 69/2019.

¹⁵ «A titularização é um instrumento que tem vindo a ser preferencialmente usado pelos agente económicos como meio de financiamento, explicando-se esta preferência por um conjunto de razões diversas, relevando, em particular, a saída do activo do balanço de uma massa de créditos e o chamado “bankruptcy remotess”, ou seja, o facto de constituir um mecanismo financeiro cuja estrutura garante que a eventual insolvência do cedente não afecta os subscritores dos títulos emitidos». In Diogo Leite de Campos e Cláudia Saavedra Pinto, op. cit., p. 10.

Estes devem cumprir-se cumulativamente, como é descrito na Lei da Titularização: «só podem ser objeto de transferência ou de cessão para titularização os riscos ou os créditos, vencidos e vincendos, em relação aos quais se verifiquem cumulativamente os seguintes requisitos»¹⁶.

Inicialmente, é necessário que o crédito seja de natureza pecuniária, ou seja, que corresponda a uma obrigação pecuniária, sobretudo uma obrigação de soma. Este requisito é crucial dado que existe uma necessidade de pronta solvabilidade para o pagamento do crédito e consequente capacidade na mobilização de capitais. Desta forma fica em conformidade com o próprio fim desta operação.

É imposto pelo artigo 4.º, n.º 1, alínea a), da Lei da Titularização que os riscos¹⁷ ou créditos suscetíveis de titularização não podem ter a sua transmissibilidade sujeita a restrições legais ou convencionais em contrário¹⁸. Esta alínea harmoniza com o regime geral do artigo 577.º, n.º 1, do CC. Em seguida, na sua alínea b), é legislado que estes devem refletir-se como «fluxos monetários quantificáveis ou previsíveis, designadamente com base em modelos estatísticos». Compreende-se esta exigência, pela necessidade de conhecimento do valor que irá ser titularizado. Ainda na sua alínea c) verificamos a exigência de que seja o cedente a garantir a existência e exigibilidade destes riscos ou créditos.

¹⁶ Vide artigo 4.º, n.º 1, alínea a), do DL n.º 453/99.

¹⁷ «As alterações deste regime passam desde logo por um alargamento dos direitos suscetíveis de constituírem objeto de operações de titularização. Assim, o RGTC deixa de fazer referência apenas a créditos e passa a referir-se também a “riscos”, como possíveis objetos de titularização, clarificando ainda que nos créditos se incluem tanto os vencidos como os vincendos.» In André Fernandes Bento e Márcio Carreira Nobre – Alterações ao Regime de Titularização, *Bancário e Financeiro* [Em linha], setembro de 2019.

¹⁸ A proibição ou restrição convencional da possibilidade de cessão não é oponível ao cessionário salvo se este a conhecia no momento da cessão. Vide artigo 577.º, n.º 2, do CC.

Por último, os créditos devem ser incondicionais, não litigiosos, não considerados para garantia, nem penhorados ou apreendidos judicialmente, de acordo com o artigo 4.º, n.º 1, alínea d), da Lei da Titularização.

Os créditos titularizáveis são incondicionais (quer se fale de condição suspensiva ou resolutiva) para que haja uma proteção da certeza que é necessária à titularização. A Lei da Titularização prevê, no entanto, uma situação de carácter excecional¹⁹ no seu artigo 4.º, n.º 2, refletindo o regime especial do Estado e da Segurança Social (inserido pelo DL n.º 103/2003, de 5 de dezembro). Este carácter excecional prevê que possam ser cedidos créditos sujeitos a condição ou que se verifiquem como litigiosos. Requer, portanto, que os créditos titularizáveis não sujeitos a esta exceção não sejam litigiosos, e por isso entende-se que não se aplica os limites e as exceções presentes nos artigos 579.º e 581.º do CC. Cabe-me clarificar que entende-se por litigioso «o direito que tiver sido contestado em juízo contencioso, ainda que arbitral, por qualquer interessado»²⁰. Por isso conclui-se que serão créditos litigiosos aqueles que sejam contestados num juízo contencioso, mesmo que arbitral. Pode-se assim compreender em relação ao critério litigioso que existem créditos litigiosos no âmbito de uma ação executiva ou declarativa, consoante exista uma oposição à execução, no caso de uma ação executiva, ou a apresentação de uma contestação, no caso de uma ação declarativa.²¹

¹⁹ Introduzida pela Lei n.º 103/2003, de 5 de dezembro.

²⁰ Vide artigo 579.º, n.º 3 do Código Civil - Decreto-Lei n.º 47 344, *D.R. I Série*, 274 (66-11-25).

²¹ Entende-se como «créditos litigiosos, no contexto de uma ação executiva, aqueles créditos em relação aos quais o respetivo devedor tenha deduzido oposição à execução e, no âmbito de uma ação declarativa, aqueles créditos em relação aos quais o devedor tenha deduzido defesa por escrito, apresentando a respetiva contestação». In Pedro Cassiano Santos e Paula Gomes Freire, *Estudos de Advocacia em Homenagem a Vasco Viera de Almeida*, Coimbra, Almedina, 2017, p. 94.

Os créditos aptos de titularização não podem ser considerados garantia nem judicialmente penhorados ou apreendidos, de acordo o artigo 4.º, n.º 1, alínea d). Por exemplo, se afetos à garantia de reembolso do capital, os créditos hipotecários não podem ser considerados para uma operação de titularização de créditos.

Os processos com créditos suscetíveis de serem titulados são complexos e onerosos, pelo que seria preferível que a operação fosse realizada com créditos transmitidos em massa. Contudo, esta condição não se figura como um requisito para a cessão de créditos, uma vez que nem sempre é necessário que se verifique.

Refletindo sobre os créditos ou fluxos monetários futuros²², o artigo 4.º, n.º 3, da Lei da Titularização elenca os requisitos necessário para estipular a admissibilidade. Estes devem ser decorrentes de relações jurídicas anteriormente constituídas e de montante conhecido ou expectável, de acordo com o princípio da determinabilidade do objeto da cessão.

Deve-se compreender que estamos a descrever uma situação com eficácia unicamente obrigacional, dado que no momento da sua celebração é quando existe a efetiva transmissão e, por isso, só aí existem efeitos reais.²³ É neste momento que se tornam existentes na esfera jurídica do cessionário, sem transpor pelo património do cedente.²⁴

²² De acordo com o artigo 211.º do CC, podemos entender que os créditos futuros são aqueles que quando é celebrado o contrato de cessão ainda não pertencem à esfera jurídica e patrimonial do cedente, mas que fruto da relação contratual acabarão por surgir posteriormente. Estes créditos irão originar-se *pro rata temporis*, dado que no momento o cedente não é titular deles.

²³ João Calvão da Silva, op. cit., p.36.

²⁴ Podemos considerar como exemplo de créditos futuros titularizáveis um contrato de eletricidade. Neste tipo de contratos pressupõe-se, desde o início, que a celebração irá acontecer, pois irão surgir créditos pecuniários com uma quantia estimável, deduzindo-se que de fácil titularização. *Idem, ibidem*.

O artigo 4.º, n.º 7, da Lei da Titularização refere ainda que «os riscos e créditos suscetíveis de titularização podem ser garantidos por terceiro ou o risco de não cumprimento transferido para empresa de seguros», situação esta que apenas é válida quando a entidade responsável pelo cumprimento não «se encontre em relação de domínio ou de grupo com o cedente».

A entidade que tiver o papel de cedente assume a responsabilidade (e também por transparência) de informar o cessionário de toda a informação disponível e relevante que possa produzir efeito na cessão, como está disposto no artigo 4.º, n.º 8. Ainda assim, os terceiros ou as empresas de seguro podem garantir os riscos e créditos suscetíveis de titularização, desde que não exista uma relação com o cedente, tal como dispõe o mesmo artigo no seu n.º 8 – *external credit enhancement*.²⁵

Como referimos, na titularização, os ativos são agrupados em portefólio. Este resulta de diferentes devedores e, ainda que possam ser semelhantes, numa situação em que exista a emissão de unidade de titularização (doravante UT) ou obrigações titularizadas (doravante OT) por meio de oferta pública²⁶, é indispensável um relatório de avaliação elaborado por uma sociedade gestora de notação de risco, tal como legislado no artigo 27.º, n.º 4, alínea c), da Lei da Titularização.

²⁵ *Idem, ibidem*, p.38.

²⁶ Paulo Câmara, op. cit., p. 80.

1.3 - Breve nota histórica da titularização de créditos no contexto europeu (Da crise imobiliária de 1929/1933 à titularização)

A titularização foi um processo que teve origem nos EUA nos anos 1970²⁷. O propósito deste processo era ultrapassar a crise que o setor bancário e imobiliário encarou após a Grande Depressão de 1929-1933.

A origem histórica deste conceito permite retirar duas conclusões acerca da evolução do direito dos valores mobiliários: torna claro que existe um grande domínio da área mobiliária e demonstra que a evolução destes direitos acontece primordialmente em momentos de crise, pela necessidade de solução.²⁸

Após a II Guerra Mundial, as instituições financeiras perderam a propensão que tinham para concederem crédito à habitação com facilidade, dado o crescimento da procura. Foi aqui que a banca encontrou uma oportunidade de mercado para diversificar as formas de financiamento para o crédito hipotecário.

De acordo com Paulo Câmara, a titularização «teve um despontar no tráfego em torno do mercado hipotecário (*mortgage-backed securities*), tendo inicialmente por base a emissão de valores mobiliários garantidos por direitos de crédito com garantia hipotecária»²⁹. Mais tarde, nos anos 1980, estendeu-

²⁷ A génese da titularização verifica-se «nos anos trinta nos Estados Unidos no ambiente da Grande Depressão, a causar profunda crise no setor do crédito imobiliário [...]. Houve no entanto que aguardar quase quatro décadas para se verificar nos anos setenta». *Idem, ibidem*, p. 70.

²⁸ De acordo com Paulo Câmara, a «origem histórica confirma dois traços profundos a marcar o percurso evolutivo do direito dos valores mobiliários. De um lado, revela a influência mobiliária, sentida a nível mundial, de soluções que viram a luz pela primeira vez no espaço jurídico norte-americano; de outro lado, atesta que, em direito dos valores mobiliários todos os avanços significativos se produziram em contexto de crise». *Idem, ibidem*, p. 69.

²⁹ *Idem, ibidem*, p. 71.

se a titularização a mais ativos e, por isso, a terminologia para caracterizar os valores mobiliários emitidos passou a ser *asset-backed securities*.

Na Europa, começou a falar-se do processo de titularização no início dos anos 1990, primeiro na Alemanha e na Dinamarca. Com a entrada em circulação do euro e o auxílio da legislação, houve um favorecimento da progressão da titularização como instrumento financeiro. Enquanto nos EUA a titularização aconteceu com a intervenção de instâncias governamentais no mercado, na Europa tal não se verificou.

Destaca-se a difusão da titularização, por influência da globalização dos mercados financeiros, também para o Reino Unido, Bélgica e França em 1992. No mesmo ano, Espanha aprovou uma lei que incidia no regime de fundos de investimento e de titularização. Inicialmente, a titularização em Espanha concretizava-se em créditos hipotecários. Só mais tarde estendeu-se a mais ativos.³⁰

³⁰ *Idem, ibidem*, p. 74.

II - A operação de titularização

Depois de se perceber como a titularização é complexa e depende do cumprimento de vários requisitos, importa analisar como se desenvolve a intermediação financeira atual. Em seguida, abordar-se-á as fases que constituem a operação: a primeira, em que se realiza a avaliação e se escolhe que créditos que irão constituir o portfólio; a segunda, sobre a transmissão dos créditos e, finalmente, a terceira, sobre a emissão dos valores mobiliários.

1 - Fases da titularização

1.1 - Fase preparatória para a cessão

Na primeira fase da operação de titularização de crédito, os créditos ainda estão integrados na esfera de quem tem a intenção de os transferir (o cedente) e, por isso, considera-se que é neste momento que existe uma decisão.

Nesta fase preparatória para a cessão de créditos, é evidente a importância dos intermediários financeiros para que a operação se desenrole. A Lei da Titularização não categoriza as entidades como intermediários financeiros, remetendo para o artigo 289.º do Código de Valores Mobiliários (CVM), que considera serem atividades de intermediação financeira:

- «os serviços e atividades de investimento em instrumentos financeiros;
- os serviços auxiliares dos serviços e atividades de investimento;
- [...]

- e o exercício das funções de depositário de instituições de investimento coletivo».³¹

O artigo em questão é depois complementado com o artigo 290.º, que define as particularidades dos serviços e atividades de investimento em instrumentos financeiros. Afasta a atividade desenvolvida na titularização de créditos, uma vez que esta não se enquadra nas alíneas que dispõe o artigo.

Sobre este tema, nomeadamente a desintermediação financeira, Calvão da Silva entende que a titularização de créditos pode ser tida não como um momento de intermediação, mas sim de desintermediação, e fundamenta esta ideia com o autofinanciamento que está inerente à titularização, e por isso a dispensa de intermediários. Este autor considera que as sociedades de titularização servem de mero veículo «idóneo a realizar o património autónomo, a separação patrimonial (entre a atividade do cedente e a carteira de títulos cedidos), em consequência da personalidade jurídica»³².

Porém, a figura de intermediário institui a verificação da viabilidade económica e financeira da operação, passando por entender a oportunidade e a adequação dos créditos para a operação. Por isso, Paulo Câmara entende que existe a possibilidade de aplicação do artigo 337.º do CVM relativo às emissões de valores mobiliários, nomeadamente consequentes da operação de titularização de créditos, podendo ser através de oferta pública ou oferta particular.³³

Este artigo torna o intermediário financeiro uma figura com obrigatoriedade de assistência e com o dever de aconselhar o cedente em relação à titularização, assegurando o cumprimento dos preceitos necessários

³¹ Cf. Artigo 289.º, n.º 1, alíneas a), b) e d) do CVM.

³² João Calvão da Silva, op. cit., p. 31.

³³ *Idem, ibidem*, p. 79.

à prossecução da operação. Este artigo implicou na esfera jurídica do cedente, criando a celebração do contrato de assistência.

Após a seleção do crédito observa-se a avaliação deste. Este momento é determinante para os investidores, dado que aqui compreendem o retorno que poderão ter tendo em conta o risco do crédito. Para que o investidor consiga deliberar, i.e., para que esteja habilitado a deliberar sobre o investimento, é imprescindível uma avaliação do crédito, que deverá ser realizada por uma entidade terceira. Devemos ter em consideração que a Lei da Titularização não prevê que os créditos que constituem os portefólios estejam agrupados por similaridade, ou seja, que sejam homogêneos entre si, o que facilitaria a avaliação destes.

No artigo 27.º, n.º 3, alínea c), e n.º 4 da Lei da Titularização foi inserida a indispensabilidade da notação de risco (como referido anteriormente). Neste âmbito, a obrigatoriedade de elaboração de relatório³⁴ apenas foi salvaguardada para os casos de emissão de UT ou OT através da oferta pública³⁵.

Como previsto no artigo 7.º, n.º 1, do CVM, as informações respeitantes à atividade de intermediação devem seguir os seguintes pressupostos de qualidade da informação, sendo que esta deve ser completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita.³⁶

³⁴ De acordo com Diogo Leite de Campos e Manuel Monteiro, a apresentação de relatório de notação de risco integra uma etapa fundamental em qualquer operação de titularização. Conquanto não obrigatória, revelar-se-á também essencial se efetuada em titularizações por oferta particular. Diogo Leite de Campos e Manuel Monteiro, *Titularização de Créditos: Anotações ao Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de Novembro*, Coimbra, Almedina, 2001, p. 67.

³⁵ A distinção entre oferta pública e oferta particular está presente nos artigos 109.º e 110.º do CVM. A oferta pública é dirigida «no todo ou em parte, a destinatários indeterminados», enquanto a oferta privada é dirigida a «apenas a investidores determinados».

³⁶ João Calvão da Silva, op. cit., p. 40.

Deve-se ter em consideração que a importância da informação não é semelhante para todas as operações de titularização³⁷, pois esta é complexa e composta pela cessão de créditos em aglomerado, ou portefólio.

Entende-se que nesta operação o devedor e a sua solvência, i.e., a capacidade patrimonial para cumprir a obrigação, não são informações necessárias para o relatório de notação de risco, cujo foco principal são as particularidades da composição num âmbito geral do portefólio que irá ser transmitido.

A conclusão do relatório irá atribuir uma valoração do mérito do crédito. Por exemplo, uma classificação de AAA significa ótima rendibilidade, solidez ou fiabilidade e baixo risco. São este tipo de classificações que atraem mais aos investidores.³⁸

³⁷ «O regime de titularização demonstra ser substancialmente mais avançado do que o encontrado em relação à avaliação dos créditos subjacentes à emissão de obrigações hipotecárias, em que o relatório de avaliação dos bens hipotecados, igualmente exigível, é da exclusiva responsabilidade da entidade emitente, segundo o art. 14.º do DL n.º 125/90, de 16 de Abril.» Paulo Câmara, op.cit., p. 81

³⁸ João Calvão da Silva, op. cit., p. 40.

1.2 - A cessão de créditos

A cessão de créditos caracteriza-se, de acordo com a definição de Menezes Leitão, «por dois fenómenos, sendo um o da sucessão no direito de crédito (mediante o qual a posição do credor vem a ser ocupada por sujeito diferente daquele que era o credor originário num programa obrigacional já existente) e outro o da deslocação de valor património do cedente para o do cessionário»³⁹.

A cessão de créditos pode verificar-se a diversos títulos, como a título de venda ou título de pagamento. Considera-se, por isso, que constituem uma cessão de créditos os negócios de causa variável, negócio policausal ou polivalente.⁴⁰

No ordenamento jurídico português, o regime de cessão de créditos foi o eleito para a titularização⁴¹. No entanto, este requer adequações necessárias para esta operação. A cessão de créditos apenas é possível porque os créditos existem na esfera do credor, ou seja, no seu património, onde dispõem de um valor próprio e autónomo. Por esta disposição do titular, podem figurar-se como direitos disponíveis e patrimoniais, suscetíveis de avaliação em dinheiro. O direito de crédito é por isso, «renunciável, alienável (gratuita ou onerosamente), onerável e hereditável».⁴²

A operação de titularização tem no seu núcleo a cessão a favor do emitente dos valores mobiliários correspondentes aos créditos cedidos. Podem tratar-se, por exemplo, de créditos futuros, embora contratualmente estes apenas têm eficácia obrigacional, e por isso a transmissão fica

³⁹ Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, op. cit., p. 286.

⁴⁰ João Calvão da Silva, op. cit., p.18.

⁴¹ Vide art. 1.º, n.º 1, do DL n.º 453/99.

⁴² João Calvão da Silva, op. cit., p.18.

condicionada ao nascimento e concretização dos créditos que se formarão como créditos presentes e imediatos na esfera jurídica do cessionário.

Em matéria de forma, a cessão numa operação de titularização de créditos reveste-se de um regime excecional comparativamente com o previsto no artigo 578.º do CC. No artigo 7.º, n.º 1, da Lei da Titularização verifica-se que o contrato deve ser «celebrado por documento particular», mesmo que o objeto deste sejam créditos hipotecários. Ainda no mesmo artigo, no seu n.º 2, prevê-se que no caso da titularização de créditos hipotecários ou de outras garantias deve existir um «reconhecimento presencial das assinaturas nele apostas, efetuado por notário ou, se existirem, pelos secretários das sociedades intervenientes».

O artigo 577.º, n.º 1, do CC indica que a cessão de créditos é o contrato pela qual o credor transmite a terceiros uma parte ou a totalidade do seu crédito, independentemente do consentimento do devedor. Com a cessão o crédito fica «suscetível de transmissão negocial, sem que o devedor tenha que outorgar ou por alguma forma colaborar no negócio transmissivo»⁴³. A operação de transmissão beneficia as partes sem prejudicar o devedor, dado que o credor originário recebe de imediato e o interessado toma assim a posição de novo credor. O devedor mantém-se com as mesmas responsabilidades perante o novo credor.

1.2.1 - Efeitos da cessão

A cessão de créditos produz efeitos relativamente à eficácia junto do devedor. Porém deve-se ponderar a natureza jurídica do cedente. A natureza do cedente implica no modo de atuar.

⁴³ Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, op. cit., p. 286.

A eficácia da cessão na esfera jurídica dos devedores numa operação de titularização de créditos está subordinada à notificação aos mesmos, de acordo com a Lei da Titularização no seu artigo 6.º, n.º 1. Esta notificação deve seguir os procedimentos explanados no artigo 6.º, n.º 2, da mesma lei, e por isso deve ser «efetuada por carta registada com aviso de receção, considerando-se, para todos os efeitos, a notificação realizada no terceiro dia útil posterior ao do registo da carta, ou, em relação aos devedores que comuniquem previamente o seu consentimento, por correio eletrónico com recibo de leitura, para o endereço constante do contrato do qual emerge o crédito objeto da cessão [...]». Este preceito vai ao encontro ao disposto no artigo 583.º do CC, relativo aos efeitos em relação ao devedor na cessão. Adicionalmente, quando a gestão dos créditos não for realizada pelo cedente ou acontecer a substituição do gestor dos créditos, este deve ser notificado da mesma forma, de acordo com o seu ponto n.º 3. Em suma, realizada a notificação, é oponível perante os devedores agora cedidos, não devendo fazer pagamentos ao cedente.

No entanto, quando a entidade cedente for o «Estado, a segurança social, instituição de crédito, sociedade financeira, empresa de seguros, fundo de pensões ou sociedade gestora de fundo de pensões», de acordo com o artigo 6.º, n.º 4 da Lei da Titularização, os efeitos irão ser produzidos no devedor sem que este tome conhecimento, assim que a titularização de créditos produzir efeitos entre os intervenientes, cedente e cessionários.

A CMVM pode, com carácter excecional, autorizar a dispensa de notificação nos casos em que «a entidade que mantém as relações com os devedores, ainda que distinta do cedente, assegure a gestão dos créditos», de acordo com o n.º 5 do artigo 6.º da Lei da Titularização.

Deve considerar-se que autonomamente da natureza jurídica do cedente, os devedores só poderão opor-se ao cessionário no momento

anterior àquele em que a cessão seja efetivamente concretizada entre o cedente e o cessionário, de acordo com o artigo 6.º, n.º 6, do mesmo diploma.

A Lei da Titularização prevê no seu artigo 6.º, n.º 7, uma proteção para o devedor, resguardando os seus direitos de reembolso antecipado, de renegociação das condições do crédito, cessão da posição contratual e sub-rogação, referentes ao negócio jurídico que emerge dos créditos objeto da cessão.

1.3 - Tutela dos ativos

1.3.1 - Impugnação na cessão de créditos

A operação de titularização está subordinada às regras gerais da eficácia dos negócios jurídicos. Por este motivo, a cessão de créditos inerente à titularização pode ser objeto de meios de conservação da garantia patrimonial, de acordo com os artigos 605.º e seguintes do CC.⁴⁴ Consequentemente, a cessão no âmbito da titularização fica sujeita à impugnação pelo credor do cedente, na aplicação da ação pauliana, quando verificados os requisitos legais dispostos nos artigos 610.º e 612.º do CC e no artigo 8.º, n.º 1, da Lei da Titularização.

De acordo com os artigos anteriores, cabe ao credor do cedente (que irá ter o ónus da prova), após impugnar a cessão de créditos, provar a titularidade dos créditos anteriores ao momento da cessão ou posteriores, que tenham sido realizados com o intuito de impedir dolosamente a satisfação do direito futuro do credor. Seguidamente, terá de provar a incapacidade do credor impugnante de retirar satisfação do crédito ou provar que o agravamento dessa impossibilidade é consequência da eficácia do ato de

⁴⁴ João Calvão da Silva, op. cit., p.46.

cessão. Por fim, deverá provar que o devedor e o terceiro agiram de má-fé⁴⁵, requisito necessário para a impugnação pauliana.⁴⁶

Estes requisitos devem verificar-se cumulativamente, dado que o artigo 610.º do CC faz referência a «se concorrerem as circunstâncias seguintes», o direito de impugnação pauliana extingue-se decorridos três anos⁴⁷ a contar a partir da data do ato impugnável.

Em suma, julgada o procedente da impugnação pauliana, o credor que requereu este direito, «tem direito à restituição dos bens na medida do seu interesse, podendo executá-los no património do obrigado à restituição e praticar os atos de conservação da garantia patrimonial autorizados por lei», de acordo com o artigo 616.º do CC.

1.3.2 - Insolvência do cedente

Estatui a Lei da Titularização no seu artigo 8.º, n.º 2, que «não fazem parte da massa insolvente do cedente os montantes pagos no âmbito de créditos cedidos para titularização anteriormente à declaração de insolvência e que apenas se vençam depois dela». Entende-se assim que as obrigações liquidadas pelo cessionário precedentes à insolvência (falência) do cedente – tal como os créditos cuja data de vencimento seja após a data de insolvência, e também nos créditos futuros – não constituem a massa insolvente.

Seguindo a lei, estes valores deveriam revir ao balanço do cessionário para distanciar a concorrência dos credores do cedente, agora insolvente, sendo afetos ao cessionário (por preferência). Também não irão integrar a

⁴⁵ Considera-se má-fé, aquele que age em consciência, do dano produzido no credor.

⁴⁶ João Calvão da Silva, op. cit., p. 46.

⁴⁷ Vide artigo 8.º, n.º 3, do DL n.º 453/99.

massa insolvente os montantes liquidados por devedores de boa-fé, se se verificar que era desconhecida a cessão.⁴⁸

Portanto, todos os pagamentos realizados por devedores de boa-fé nesta situação têm, por eficácia liberatória, de ser restituídos ao credor – o cessionário – e devem ainda indemnizar pelos pagamentos em atraso.⁴⁹

2 - A operação

A operação de titularização pressupõe um processo complexo e composto por várias etapas. Inicia-se com a transmissão dos créditos com intenção de serem titularizados através da *cessio causa vendendi* entre as partes, a entidade cedente e o cessionário. Posteriormente serão emitidos os títulos titularizados, possibilitando a sua colocação no mercado de capitais, sendo que os investidores acabam por financiar a aquisição destes créditos através do pagamento da subscrição dos mesmos. A figura 1 exemplifica uma operação de titularização com uma Sociedade de Titularização de Créditos.

⁴⁸ João Calvão da Silva, op. cit., p.47.

⁴⁹ Vide artigos 408.º, n.º 1, 879.º, alínea a), do CC.

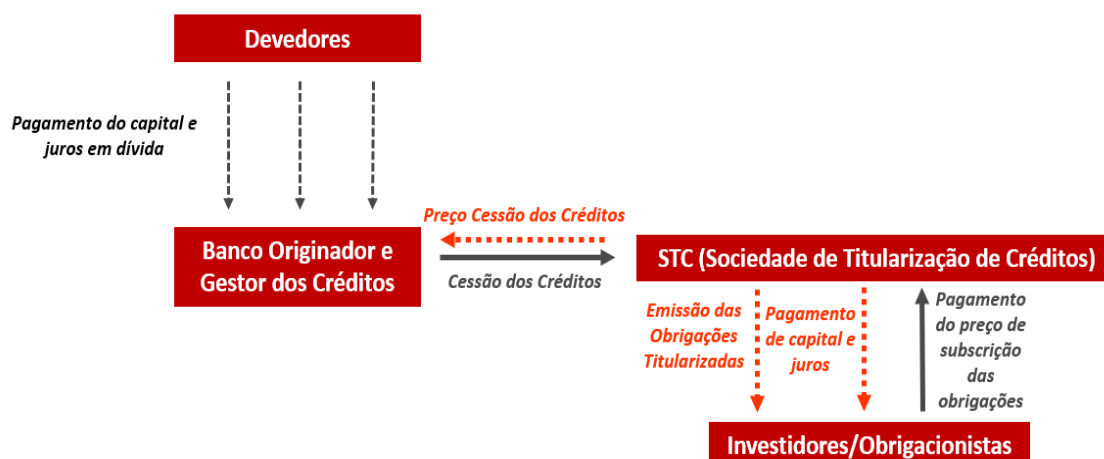


Figura 1 - Esquema de uma operação de titularização de créditos (Imagem gentilmente cedida pelo Dr. Tiago Moreira).

Em relação às entidades cedentes, as mesmas encontram-se legisladas na Lei da Titularização, no seu artigo 2.º, que indica quais são aptas para efeitos de titularização. Dispõe este em conjunto o artigo 2.º, alínea 3), do Regulamento (EU) 2017/2402, que as entidades cedentes poderão ser:

- Estado e demais pessoas coletivas públicas;
- Instituições de crédito⁵⁰;
- Sociedades financeiras⁵¹;
- Empresas de investimento
- Empresas de seguros;

⁵⁰ De acordo com o artigo 2.º-A, alínea w), do RGICSF, as instituições de crédito são uma «empresa cuja atividade consiste em receber do público depósitos ou outros fundos reembolsáveis e em conceder crédito por conta própria». Decreto-Lei n.º 298/92, *D.R. I Série*, 6.º Suplemento, 301 (92-12-31).

⁵¹ De acordo com o artigo 2.º - A, alínea k), do RGICSF, caracterizam-se como sociedades financeiras «as empresas, com exceção das instituições de crédito, cuja atividade principal consista em exercer pelo menos uma das atividades permitidas aos bancos, com exceção da receção de depósitos ou outros fundos reembolsáveis do público, incluindo as empresas de investimento e as instituições financeiras referidas na subalínea ii) da alínea z).» *Idem, ibidem*.

- Fundos de pensões e as sociedades gestoras de fundos de pensões;

De sublinhar que se encontra neste leque de entidades três setores diferentes: o bancário, o segurador (através das empresas de seguros, dos fundos de pensões e das sociedades gestoras desses mesmos fundos) e o público. Com a revisão legislativa do DL n.º 303/2003, de 5 de dezembro, passou a também ser considerado o setor público, através do Estado e demais pessoas coletivas. As instituições de crédito e as sociedades financeiras são ambas entidades que fazem parte do setor bancário. No entanto, isto não se aplica às restantes instituições financeiras, quer porque estão impedidas pelas normas legais, quer porque não estão naturalmente preparadas para realizar operações de titularização de créditos. No setor bancário, os bancos (que se inserem nas instituições de crédito) são um dos principais impulsionadores para a cessão de créditos através da operação de titularização, dado que concedem financiamento no âmbito imobiliário e do consumo, sendo por isso aqueles que têm maior matéria ao seu dispor suscetível de titularização. Também é usual através das sociedades de locação financeira a cessão de créditos que decorrem de contratos de *leasing*.⁵²

Falando agora das entidades cessionárias, dispõe o artigo 3.º da Lei da Titularização que a titularização de créditos apenas é admitida aos fundos de titularização de créditos e às sociedades de titularização de créditos, que se constituem ambos como EOET. As entidades cessionárias são os veículos admitidos no ordenamento jurídico português com o objetivo de gestão dos créditos cedidos, dado que estes adquirem a titularidade dos créditos. Podem também assumir o nome de *SPV* (*Special Purpose Vehicle*), pela sua atuação como emitente.⁵³ Contudo, a gestão dos créditos pode igualmente ficar

⁵² Manuel Monteiro, op. cit., p. 194–195.

⁵³ Luís Filipe Marques, *A especial função dos SPVs na Titularização de Créditos*, Porto, Librum, 2017, p. 24.

subordinada a um terceiro ou manter-se no cedente, de acordo com o artigo 5.º, n.º 2, da mesma lei. Quando a gestão de créditos não é subordinada ao cessionário, a oneração e a alienação dos créditos deve ser sempre expressa e individualmente autorizadas por aquele.⁵⁴

2.1 - Os Fundos de Titularização

Os Fundos de Titularização, doravante Fundos, têm um património autónomo que no âmbito da Lei da Titularização (artigos 9.º a 38.º) pode pertencer a uma pluralidade de pessoas – coletivas ou singulares –, que ao constituírem este fundo se tornam titulares das unidades de titularização.⁵⁵ Dado o fundo possuir um património autónomo, este não responde em nenhum momento às dívidas contraídas pelos titulares das unidades de titularização, ou por outra entidade responsável por esta gestão, ou por dívidas existentes nos cedentes dos créditos que integram, de acordo com o artigo 9.º, n.º 1, da Lei da Titularização.

Em relação à sua composição, o objeto dos Fundo implica que estes detenham no mínimo 75% do seu ativo aplicado em crédito adquiridos por meio de titularização. Ainda assim, os Fundos podem aplicar as suas reservas de liquidez⁵⁶ com o intuito de assegurar uma gestão eficiente do fundo, desde

⁵⁴ Vide artigo 5.º, n.º 6, do Decreto-Lei n.º 453/99.

⁵⁵ As unidades de titularização são valores escriturais com valor nominal. O número de unidades de titularização que cada fundo comporta é determinado de acordo com o seu regulamento de gestão. Assim como a responsabilidade de cada titular pelas obrigações do fundo é reduzida ao valor das unidades de titularização subscritas, de acordo com o artigo 9.º do DL n.º 453/99.

⁵⁶ De acordo com o artigo 12.º, n.º 2, do Decreto-Lei n.º 453/99, os fundos devem aplicar as suas reservas em: «a) Depósitos bancários em Euros; b) Fundos do mercado monetário, na aceção do Regulamento (UE) 2017/1131, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017, relativo aos fundos do mercado monetário; ou c) Títulos de dívida, pública ou privada, de curto prazo, transacionados em mercado regulamentado, com

que com isto não prejudiquem a notação de risco já atribuída às unidades de titularização pertencentes do Fundo.⁵⁷

De acordo com o artigo 32.º da mesma lei, as unidades de titularização implicam nos seus titulares o «direito ao pagamento de rendimentos periódicos, o direito ao reembolso do valor nominal das unidades de titularização e por fim, o direito, de no termo do processo de liquidação e partilha do fundo, à parte que proporcionalmente lhes competir do montante que remanescer depois de pagos os rendimentos periódicos e todas as demais despesas e encargos do fundo». A gestão dos Fundos deve ser exercida por uma sociedade gestora de fundos de titularização devidamente autorizada pela CMVM, de acordo com o artigo 15.º, n.º 1, da Lei da Titularização.

Os Fundos podem revestir-se de duas modalidades, de acordo com o artigo 10.º da Lei da Titularização: os com património variável e os com património fixo. Encontra-se legislado no n.º 3 do mesmo artigo que os fundos de património fixo têm como natureza a impossibilidade de modificar o seu ativo e passivo.

Contrariamente, os Fundos de património variável implicam a verificação cumulativa ou em exclusivo de duas condições, de acordo com o artigo 10.º, n.º 2, alínea a) e b), da Lei da Titularização:

«a) A aquisição de novos créditos ou a transferência de riscos, direitos e obrigações a eles inerentes, quer quando o fundo detenha créditos ou riscos de prazo inferior ao da sua duração, por substituição destes na data

notação de risco mínimo de investimento ou equivalente, atribuído por sociedade de notação registada na Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA).»

⁵⁷ Vide artigo 12.º do DL n.º 453/99.

do respetivo vencimento, quer em adição aos créditos ou riscos adquiridos no momento da constituição do fundo;

b) A realização de novas emissões de unidades de titularização.»

Por fim, em relação à liquidação e partilha dos fundos, os detentores das unidades de titularização não o podem ditar, de acordo com o artigo 38.º, n.º 1, do DL n.º 453/99. O n.º 2 do mesmo artigo determina que só pode acontecer antes do termo do prazo estabelecido, quando o Regulamento de Gestão desse fundo o preveja (em concreto, quando estamos perante um «caso de concentração da totalidade das unidades de titularização numa única entidade»). Salvaguarda-se que a liquidação e partilha pode acontecer antes do termo do prazo por deliberação da CMVM. Em suma, os fundos só devem ser liquidados ou partilhados após o decorrer do prazo estabelecido para os mesmos.

2.1.1 - Sociedade gestoras de fundos de titularização de créditos

As sociedades gestoras de fundos de titularização de créditos⁵⁸ (doravante sociedades gestoras) definem-se como sociedade anónima⁵⁹. Têm como objetivo exclusivo a administração das unidades de titularização que compõem o fundo de acordo com o artigo 16.º, n.º 1, da Lei da Titularização. A sua gestão deve ter por base a conveniência a uma boa gestão do fundo. O artigo 18.º da Lei de Titularização de créditos estatui as funções que a

⁵⁸ É um género societário inserido pelos artigos 15.º a 26.º do DL n.º 453/99.

⁵⁹ As sociedades anónimas caracterizam-se pelo seu capital ser dividido em ações, em que cada sócio adquire a responsabilidade na medida do valor das ações que subscreveu, de acordo com o artigo 271.º do Código das Sociedades Comerciais.

sociedade gestora deve seguir. De igual forma, o artigo 21.º da mesma lei estipula as operações à qual as sociedades gestoras se encontram vedadas.

As sociedades gestoras funcionam após a autorização para atividade concedida pela CMVM. Devem satisfazer as condições iniciais, dada para autorização, durante toda sua vida. Cabe à CMVM a supervisão. As sociedades gestoras devem ter um capital mínimo de 125 000 euros, valor que deve estar disponível na génese da sua constituição (pode ser representado por ações escriturais e também nominativas). Para se valorizar, a sociedade gestora deve garantir que os seus membros são pessoas competentes, idóneas e com experiência comprovada, de acordo com o artigo 17-H da Lei da Titularização, da mesma forma que devem ter na sua direção efetiva um mínimo de duas pessoas com estas características.

Em relação à possibilidade de fusão ou cisão da sociedade gestora, qualquer uma destas opções envolve a autorização prévia da CMVM, que possui 90 dias para decidir. Pela sua função, a CMVM deverá efetuar e regulamentar as diligências necessárias para a prossecução. Da mesma forma, aquando da decisão de dissolução voluntária, fica também a sociedade gestora com a responsabilidade de o comunicar com uma antecedência de 90 dias.

2.2 - As Sociedade de Titularização de Créditos

As sociedades de titularização de créditos (doravante sociedade de titularização) encontram-se legisladas nos artigos 39.º a 66.º da Lei da Titularização. São o segundo veículo previsto pela lei portuguesa para a titularização de créditos, sendo considerada uma entidade cessionária.

As sociedades de titularização são semelhantes às sociedades gestoras em relação à sua natureza. Partilham o mesmo DNA jurídico, dadas ambas serem sociedades anónimas. Em relação à sua finalidade, esta consuma-se no objeto de efetuar operações de titularização por meio de aquisição, gestão, transmissão e emissão de OT, como determinado no artigo 39.º da Lei da Titularização. Esta entidade cessionária pode ser constituída por apenas um único acionista, encontra-se subordinada à regulação realizada pela CMVM, a qual deve estabelecer regras prudenciais e de contabilidade, os deveres e regras da emissão de OT e requisitos referentes à composição da sociedade de titularização, como estabelecido pelo artigo 66.º da mesma lei.⁶⁰

A atividade das sociedades de titularização tem como regra o financiamento através de fundos próprios, e por isso através da emissão de OT. Contudo, aquando da verificação de falta de liquidez para efeitos de reembolso e remuneração das OT, a sociedade de titularização pode recorrer a terceiros para este financiamento. A sua faculdade de aplicar os reembolsos está limitada à imposição colocada pelo regulamento de gestão da CMVM, e por isso devem ser «aplicados em instrumentos de baixo risco e elevada liquidez».⁶¹

⁶⁰ Vide artigo 40.º, n.º 4, da Lei da Titularização.

⁶¹ Vide artigo 44.º do DL n.º 453/99.

Em relação à transmissão dos seus créditos, as sociedades de titularização só podem ceder créditos a «fundos de titularização de créditos, a outras sociedades de titularização de créditos, a instituições de créditos e a sociedades financeiras autorizadas a conceder crédito a título profissional», de acordo com o artigo 45.º, n.º 1, da Lei da Titularização.

No caso de créditos em incumprimento, estes podem ser cedidos a qualquer entidade. Adicionalmente, as sociedades podem transmitir créditos que verifiquem as seguintes condições, de acordo com o artigo 45.º, n.º 3, da Lei da Titularização: a condição de retransmissão ao cedente e aquisição de novos créditos em substituição ou a retransmissão ao cedente em caso de revelação de vícios ocultos.

2.3 – O cedente na função de gestor

O artigo 5.º, n.º 1, da Lei da Titularização determina que quando não exista intervenção do patrocinador na titularização e se tenha como cedentes uma «instituição de crédito, sociedade financeira, empresa de seguros, fundo de pensões ou sociedade gestora de fundos de pensões», estes devem comprometer-se no mesmo momento da cessão, por meio de contrato a gerir os créditos agora cedidos e a atura de acordo com uma boa gestão destes. A CMVM poderá excecionalmente, e em casos devidamente justificados, autorizar que a gestão de créditos seja realizada por uma entidade diferente do cedente.⁶²

A mesma lei determina que os atos a que estão sujeitos os créditos devem propiciar a boa gestão dos mesmos, o que implica também as suas garantias, caso estas existam. O cedente está obrigado a assegurar as relações

⁶² Vide artigo 5.º, n.º 5, da Lei da Titularização.

com os devedores e a praticar todos os atos conservatórios, extintivos e modificativos necessários, e ainda prestar serviços administrativos e de cobrança.

Nas situações diferentes destas, o cessionário será a figura que deverá administrar os créditos pelo cedente ou terceiro que goze de idoneidade para a realização desta atividade.

3 - A emissão para as Entidades Cessionárias

Clarificados os veículos que devem realizar as operações de titularização de créditos (fundos e sociedades de titularização), iremos em seguida apresentar as diferenças de ambos na titularização.

3.1 - Unidade de Titularização

Os fundos emitem UT⁶³ para transformar o crédito cedido em títulos transacionáveis no mercado. Em relação à forma das UT, estas caracterizam-se como valores mobiliários sob forma escritural, como refere o artigo 31.º, n.º 1, da Lei da Titularização. Por assumirem esta forma, o regime que se aplica é o dos valores mobiliários escriturais em geral. As UT são reguladas pelo CVM e a sua emissão pressupõe a existência do valor correspondente ao seu custo, a empregar no momento da aquisição de créditos.

Em relação à emissão de UT, dispõe o artigo 34.º da mesma lei que pode acontecer por Oferta Pública de Subscrição (doravante OPS), sendo aplicável à oferta o ordenado no CVM. É importante ter em conta o disposto no artigo 114.º, n.º 2, do CVM: para que ocorra uma OPS, é necessário um

⁶³ Vide artigo 31.º do DL n.º 453/99.

registo prévio na CMVM. Esta imposição fundamenta-se com a necessidade de verificação de critérios como a legalidade da oferta, os documentos apresentados e a observância dos deveres de informação inerentes à operação. Após o registo da OPS, segue-se a divulgação do prospeto para que se efetive o lançamento desta OPS, função que fica na esfera da sociedade gestora.

Como referido, os fundos podem adquirir duas formas distintas, e por isso, também na sua emissão são distintos. Nos fundos de património variável, a informação do prospeto é definida pela CMVM, de acordo com o artigo 135.º, n.º 1, do CVM. No caso da emissão por oferta particular é suficiente uma comunicação à CMVM⁶⁴.

3.2 - Obrigações titularizadas

Na titularização de créditos, as sociedades de titularização emitem OT para poderem custear a aquisição dos créditos. Estas OT caracterizam-se como valores mobiliárias.

Os artigos 348.º a 350.º do Código das Sociedades Comerciais prevê limites e requisitos à emissão de obrigações, mas estes não se aplicam no caso das OT. Isto porque as sociedades de titularização estão dependentes da emissão de obrigações para uma prossecução positiva da sua atividade, sem necessidade de recurso a fundos próprios.⁶⁵

A emissão de OT pode ser feita por oferta pública ou privada, como acontece no caso das UT. Assumindo uma ou outra forma, a emissão de OT

⁶⁴ Vide artigo 110.º, n.º 2, do CVM.

⁶⁵ De acordo com o artigo 44.º do Decreto-Lei n.º 453/99, as sociedades de titularização de créditos só podem financiar a sua atividade com fundos próprios e através da emissão de obrigações titularizadas, sendo por isso as únicas alternativas para que possam adquirir títulos.

fica sempre sujeita ao CVM. Contudo, e de acordo com o artigo 60.º, n.º 4, da Lei da Titularização, «o pedido de aprovação de prospeto de oferta pública de distribuição de obrigações titularizadas deve ser instruído com relatório de notação de risco». O conteúdo do referido prospeto deve respeitar o estipulado pelo artigo 27.º, n.º 4, da mesma lei.

Finalmente, e recorrendo ao artigo 61.º da Lei da Titularização - relativo ao reembolso e remuneração dos créditos titularizados -, a emissão das OT demonstra o propósito das sociedades de titularização. Nesta operação, as OT são emitidas tendo por base os créditos adquiridos e mais tarde satisfeitos ao cedente pela sociedade de titularização, através dos investimentos na subscrição das OT. O artigo em questão clarifica que «o reembolso e a remuneração das obrigações titularizadas emitidas e o pagamento das despesas e encargos relacionados com a sua emissão são garantidos apenas pelos créditos ou riscos que lhes estão exclusivamente afetos, pelo produto do seu reembolso, pelos respetivos rendimentos e por outras garantias ou instrumentos de cobertura de riscos eventualmente contratados no âmbito da sua emissão, o mesmo afasta a possibilidade de o restante património da sociedade de titularização de créditos» responderem pelas OT. Com este afastamento, derogou-se uma regra comum da garantia geral das obrigações, expressa no artigo 601.º do CC, segundo a qual para o cumprimento da obrigação respondem todos os bens do devedor.

Desta forma, surgiu o princípio da segregação de contas, previsto no artigo 62.º da Lei da Titularização. Este princípio veio esclarecer que os créditos, fluxos financeiros, direitos e obrigações relacionados com o reembolso das OT constituem património autónomo, e por isso não são tidos em consideração para responder por dívidas que a sociedade de titularização venha a adquirir. Estes bens devem ser codificados nos documentos referentes à emissão e a chave confiada à CMVM, que devido à sua função

de regulador deve definir os trâmites legais segundo os quais os titulares das OT têm acesso àquela. Quando não estipulado no contrato da operação de titularização, as sociedades de titularização apenas têm «direito ao remanescente do património autónomo afeto ao pagamento de cada emissão de obrigações titularizadas, após o pagamento integral dos montantes devidos aos titulares das obrigações titularizadas que constituem aquela emissão e das despesas e encargos com esta relacionados».

III - Créditos Hipotecários

Enquadrada a forma jurídico-económica da figura da titularização de créditos, passemos à figura dos créditos, começando pelos hipotecários. O seu número já constituiu um problema obrigando a recorrer à titularização. O facto de ser o primeiro crédito a ser titularizado faz com que o seu enquadramento e posterior análise sejam relevantes.

1 - Conceito e enquadramento

Os créditos hipotecários caracterizam-se por estarem garantidos por hipoteca. Distinguem-se assim dos restantes créditos, em especial dos *non-performing loans*. A hipoteca assume-se como uma das garantias reais das obrigações, indivisível e com eficácia junto de terceiros, segundo o artigo 686.º, n.º 1, do CC: «a hipoteca confere ao credor o direito de ser pago pelo valor de certas coisas imóveis, ou equiparadas, pertencentes ao devedor ou a terceiro, com preferência sobre os demais credores que não gozem de privilégio especial ou de prioridade de registo».

2 - A titularização dos créditos hipotecários

Como anteriormente expresso, a titularização de créditos teve origem no período de crise do setor do crédito imobiliário nos EUA. Por isso, a titularização desenvolveu-se na matéria dos mútuos hipotecários, numa esfera intervencionista, onde existia a emissão de valores mobiliários baseados nos créditos hipotecários. Estes seriam depois colocados no mercado secundário para que fossem comprados e assim emitidos valores

mobiliários derivados dos empréstimos hipotecários.⁶⁶ O sucesso desta operação provocou uma disseminação desta figura para além dos EUA.

Em Portugal, esta operação iniciou-se mais tarde, com a Lei da Titularização a surgir em 1999, que dispôs de imediato de um variado leque de créditos passíveis de serem titularizados. Os créditos hipotecários, em específico, encontram-se legislados pelo artigo 4.º, n.º 4, do DL n.º 453/99, que admite que aqueles sejam cedidos desde que de acordo com o previsto no DL n.º 349/98, de 11 de novembro.

Este diploma «regula a concessão de crédito para aquisição, construção e realização de obras de conservação ordinária, extraordinária e de beneficiação de habitação própria permanente, secundária ou para arrendamento, bem como para aquisição de terreno para construção de habitação própria permanente». Conclui-se, assim, que deverão ser estes os créditos passíveis de titularização.

Os créditos hipotecários têm algumas particularidades relativamente à forma do contrato de cessão de créditos ou de transferência de riscos pelo facto de a titularização destes créditos implicar também a transferência de uma garantia, a hipoteca. Refere o artigo 7.º, n.º 2, da Lei da Titularização que o documento particular deve incluir o «reconhecimento presencial das assinaturas nele apostas, efetuado por notário ou, se existirem, pelos secretários das sociedades intervenientes». Caso não se verifique esta condição de averbamento, torna-se ineficaz a transmissão da garantia.

Diogo Leite de Campos⁶⁷ entende que o registo de garantias acessórias é um entrave ao decorrer da operação, uma vez que se impõe a necessidade de registar as garantias a título do cessionário. Este processo de registo de

⁶⁶ João Calvão da Silva, op. cit., p. 8.

⁶⁷ Diogo de Leite Campos - A Titularização de Créditos: Bases Gerais, in Diogo de Leite Campos [et al.], *Titularização de Créditos*, Lisboa, Instituto de Direito Bancário, 2000, p. 12.

grandes massas de hipotecas é difícil de concretizar-se em tempo útil. A solução possível será a de manter a garantia na esfera do cedente, cabendo a este administrar os créditos em nome do cessionário.

Em suma, a operação de titularização de crédito hipotecários segue os pressupostos da Lei da Titularização explanados anteriormente, tendo em atenção que o valor dos créditos titularizados deste tipo vem não só no património autónomo como na garantia acessória, a hipoteca.

3 - As obrigações hipotecárias

A emissão de obrigações hipotecárias partilha algumas características com a titularização de créditos hipotecário, que é regulada pelo DL n.º 59/2006, de 20 de Março.

As obrigações hipotecárias são títulos de dívida, ou seja, exprimem a obrigação que o emitente tem de realizar o pagamento do capital e juros nas condições constantes no título. Pode dizer-se que a sua forma é compatível com as obrigações clássicas.

A natureza dos ativos é o fator diferenciador, pois os ativos subjacentes a esta emissão são créditos hipotecários, que uma vez agregados passam a formar uma *pool* com um valor, origem e garantias de que gozam definidas. Uma vez associados e constituintes da *pool*, verificam-se aptos para a emissão de obrigações hipotecária.⁶⁸

Como na titularização descrita anteriormente, estando os créditos hipotecários garantidos por uma hipoteca, a *pool* está assegurada pela soma das hipotecas que a constituem.

⁶⁸ Armino Saraiva Matias, op. cit.

Se o titular da *pool* preencher os requisitos para ser a figura de emitente⁶⁹ suportará a emissão de títulos que irão beneficiar das garantias afetas aos créditos sujeitos a emissão.⁷⁰

3.1 - A cessão de créditos hipotecários

A cessão de créditos hipotecários tem como objetivo a emissão de obrigações hipotecárias pela parte do cessionário, o que produz efeitos na esfera do devedor, ainda que o mesmo não seja notificado.

Esta cessão opera por documento particular que terá de constar com o reconhecimento das assinaturas no momento do registo, para que o mesmo seja válido, de acordo com o artigo 7.º, n.º 2, da Lei da Titularização.

Em analogia com o regime de titularização de créditos, o regime dos créditos hipotecários determina que a cessão destes créditos só possa ser sujeita a impugnação pauliana nas mesmas condições da cessão para titularização, proibindo a resolução em benefício da massa insolvente.

⁶⁹ Segundo o artigo 2.º do Decreto-Lei n.º 59/2006, «Apenas podem emitir obrigações hipotecárias as instituições de crédito legalmente autorizadas a conceder créditos garantidos por hipoteca que disponham de fundos próprios não inferiores a (euro) 7500000».

⁷⁰ Adicionalmente, beneficiam também do privilégio creditório, que se verifica no caso em que o titular do título de dívida pagar com antecedência a outro credor, antes até do próprio emitente, caso este detenha créditos sobre o devedor. Contudo, as hipotecas relacionadas com os créditos predominam relativamente a outros privilégios créditos imobiliários. Armindo Saraiva Matias, op. cit.

4 - A dissemelhança entre as figuras

Como referido, as figuras de titularização e de obrigações hipotecárias são semelhantes entre si, mas existem diferenças que devem ser assinaladas, de acordo com o entendimento de Armindo Saraiva Matias.

Na operação de titularização existem dois veículos passíveis de realizar: os fundos, que emitem UT e se figuram como títulos representativos de valores mobiliários e autonomizados, e as obrigações hipotecárias, que são títulos de dívida garantidos por créditos. Note-se que nas obrigações hipotecárias, os ativos que estejam relacionados com as mesmas constam no balanço do credor. Os ativos presentes na titularização dos créditos hipotecários encontram-se fora do balanço do titular originário.

A confusão surge também entre as obrigações hipotecárias e as OT,⁷¹ pois ambas são títulos representativos de dívida e podem ter como base créditos hipotecários. No entanto, têm diferenças nas garantias, informações de conta, emitentes, notação de risco, de entre outras. Em relação à sua emissão, note-se que as OT são emitidas pela sociedade de titularização de créditos e estão subordinadas à supervisão da CMVM, enquanto as obrigações hipotecárias são emitidas por instituições de créditos supervisionadas pelo Banco de Portugal (BdP). Devemos considerar que a emissão de obrigações hipotecárias acontece sob normas legais de garantia extremamente exigentes. As OT, aquando da sua emissão, são avaliadas por critérios existentes nas agências de notação de risco que, concludentemente, atribuem uma avaliação de acordo com o seu *rating*.

É dentro do balanço do titular dos créditos hipotecários que são emitidas as obrigações hipotecárias, enquanto as OT são emitidas fora do

⁷¹ As OT são emitidas pelo segundo veículo passível de titularização, as sociedades de titularização, como referido.

balanço do credor primitivo, afastando assim o risco de incumprimentos da sua esfera jurídica. Nas obrigações hipotecárias, há uma relação direta entre o investidor e o credor hipotecário, enquanto nas OT, como referimos, a relação que se estabelece é entre o investidor e o veículo de titularização (*special purpose vehicle*).

Finalmente, de referir que as obrigações hipotecárias e as OT concedem aos titulares um privilégio creditório sobre os créditos ou ativos que constituem o património autónomo. Porém, apenas é cedida a preferência sobre uma qualquer garantia real se a mesma tiver as hipotecas afetas à emissão de obrigações hipotecárias.⁷²

⁷² Armindo Saraiva Matias, op. cit.

IV - Os créditos NPL

Para se compreender o funcionamento da operação de titularização dos créditos NPL é necessário primeiro caracterizá-los e entender como se formam e como o seu rácio elevado traduz uma economia em frágil. O instituto da titularização é uma figura de gestão de balanço dos bancos, que através de variados atos jurídicos possibilita a comercialização destes ativos no mercado. A titularização é vista como uma forma de satisfazer a transmissão destes créditos não produtivos ou, por outras palavras, crédito malparado.

1 - O conceito e noção de NPL

Antes de se perceber a noção de NPL, é necessário entender o mecanismo bancário. Este está dependente da relação contratual entre o indivíduo e o banco. De acordo com Carlos Ferreira de Almeida, o conceito de depósito define-se como um contrato pelo qual uma pessoa coloca uma quantia à disposição de um banco, ficando este obrigado a restituí-la posteriormente.⁷³ A relação bancária desenvolve-se de duas formas: com a receção de depósitos e a concessão de crédito. Compreende-se assim a dupla função das instituições financeiras. A concessão de crédito é fundamental para que a economia possa evoluir através dos cidadãos e das empresas, uma vez que alavanca os seus projetos.

⁷³ Carlos Ferreira Almeida - Contrato Bancário Geral e Depósito Bancário, in *Direito Bancário*, Lisboa, Centro de Estudos Judiciários, 2015, pág. 28.

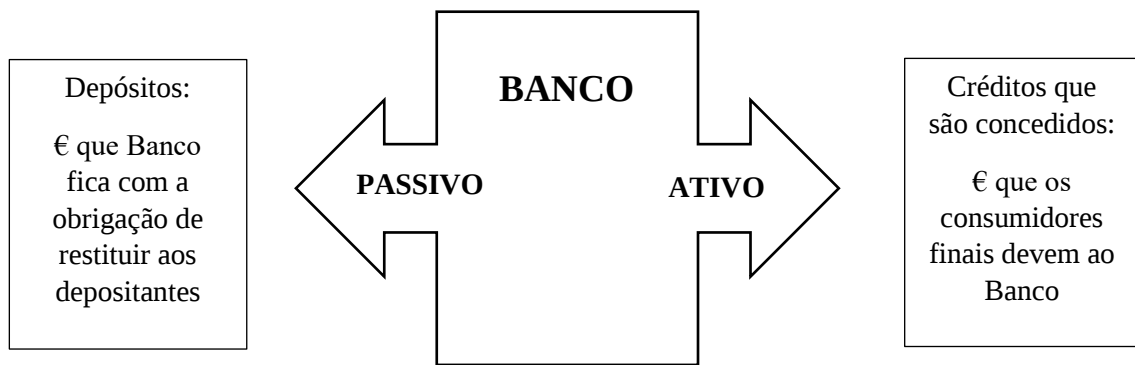


Figura 2 - Esquema simples do funcionamento de um banco e a sua relação com o passivo e o ativo.

As instituições financeiras obtêm lucro com os juros e comissões que cobram através da concessão. Esta é uma das suas principais fontes de receita, que não está isenta de risco, dado que a instituição financeira fica com a responsabilidade de recebimento dos créditos cedidos e o mesmo pode não verificar-se. Quando um empréstimo é produtivo, este proporciona às instituições lucro através das receitas dos juros e comissões, este processo é assim o naturalmente esperado pelas instituições.

Se este retorno não acontecer, o banco deve providenciar a tentativa de cobrança. Quando o número de créditos em incumprimentos (créditos não produtivos) se demonstrar sem retorno, o banco irá classificá-los como NPL.

Quando há incerteza de que o mutuário irá executar o reembolso, o mesmo confirma a classificação como NPL. De acordo com as indicações do Banco Central Europeu (doravante BCE)⁷⁴, os créditos podem ser classificados como NPL quando se verificam:

- A existência de um atraso no pagamento das prestações por um período superior a 90 dias;
- Indicações da improbabilidade do mutuário efetuar o reembolso do empréstimo.

⁷⁴ Banco Central Europeu, *O que são “créditos não produtivos”?*, 12 de setembro de 2016 (atualizado em 14 de janeiro de 2021).

Nestas condições encontramos também a necessidade de acompanhamento do crédito cedido, de modo a identificar precocemente «os que estão em risco de se tornarem não produtivos» – a esta ação dá-se o nome de «reconhecimento de créditos não produtivos».⁷⁵

A inexistência dos NPL nos balanços das instituições financeiras é uma demonstração de solvabilidade e liquidez, visto ser um indicador de que a instituição obteve o retorno esperado da concessão de crédito que realizou. Quando este processo não se verifica, a solidez, lucro e rendibilidade da instituição são afetadas.

1.1 - A mensuração de *Non-performing loans*

A mensuração própria do incumprimento é crucial para acautelar a solidez e segurança do sistema financeira, sendo da responsabilidade do BCE diligenciar diretrizes e relatórios para auxiliar as instituições.

Desta forma, as diretrizes para os créditos não produtivos colocam a responsabilidade de utilizar práticas de risco adequadas ao crédito, controlando as imparidades, nas instituições financeiras.

As instituições devem assim, de acordo com o BCE⁷⁶, adotar metodologias sólidas «centradas em políticas, procedimentos e controlos de avaliação e mensuração das imparidades para NPL». Estas metodologias devem ser examinadas regularmente para que o procedimento adotado esteja verificado na sua prossecução. Adicionalmente, estas metodologias devem primar por uma informação clara relativamente a prazos, apreciações,

⁷⁵ *Idem, ibidem.*

⁷⁶ Banco Central Europeu, *Orientação sobre créditos não produtivos dirigidas a instituições de crédito*, março de 2017, p. 96-98.

pressupostos e «estimativas relacionadas com a avaliação e mensuração das imparidades para NPL», tendo por base uma análise completa, fundamentada e sustentada por provas. Em relação à mensuração das imparidades, os bancos devem estabelecer diretrizes que definam a posição de risco, devendo «adotar e seguir políticas e procedimentos escritos que especifiquem os sistemas e controlos do risco de crédito utilizados». A base de todos estes procedimentos de gestão, assim como as estimativas e pressupostos, devem ser divulgados.

Em relação às imparidades, os bancos devem dispor de documentação das mesmas. Estes documentos implicam que sejam reconhecidos os critérios para seleção de análise dos créditos individuais e que as «regras aplicadas no agrupamento de posições com características de risco de crédito semelhantes, quer o risco seja significativo quer não», contenham elementos de prova das suas similaridades.⁷⁷ Por isso, a informação deve ser detalhada para validarem as posições adotadas, assente na «lógica aplicada para determinar os pressupostos considerados no cálculo das imparidades» e os resultados destes.

Os bancos devem assim seguir os procedimentos para monitorizar e avaliar os pressupostos. Seguindo as indicações do BCE, as instituições devem possuir um procedimento operacional para os NPL que seja constituído por metas traçadas com objetivos, procedimentos de gestão e ações, com fundamento na caracterização da carteira, por exemplo.

⁷⁷ Banco Central Europeu, *ibidem*.

1.2 - A correlação entre NPL, NPE e NPA

O conceito de NPL tem subjacente figuras com conceito jurídico semelhante, como as exposições *non-performing* (NPE) e os ativos *non-performing* (NPA). Devemos entender que estas nomenclaturas definem a qualidade dos ativos para um banco, que se admite que pode ser diferente consoante os dados utilizados para supervisão.

Começemos pelo NPE, que são amplamente preenchidos pelos NPL. Ambos servem para definir as características dos créditos presentes no balanço de uma instituição financeira.

O NPE é um conceito mais abrangente e amplo comparativamente com o NPL e o NPA. É constituído por empréstimos, títulos que não sejam parte integrante da carteira de negociações e exposições de financiamento e garantias que preencham um dos seguintes pressupostos⁷⁸:

- Prestações vencidas há pelo menos 90 dias, o que configura um critério quantitativo;
- Figurar-se incerta a possibilidade de o devedor do crédito conseguir proceder à regularização do mesmo sem necessitar de garantias, o que se configura como o critério qualitativo;
- Ativos com imparidade, à exceção daqueles que a instituição financeira não tiver conhecimento (os *Incurring But Not Reported* – doravante IBNR);
- Crédito em incumprimento.

As instituições definem como NPE a totalidade das exposições do devedor quando se verifica o incumprimento. Existem situações em que a abordagem é diferente, como é o caso da carteira de retalho. Esta é composta

⁷⁸ Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade Financeira*, novembro de 2016, p. 96-98.

por pequenas empresas e particulares, e por isso as instituições podem decidir avaliar a situação de incumprimento por operação, não classificando toda a exposição do devedor como NPE.

Após a classificação como NPE, o seu retorno implica «um período de quarentena de um ano, ou seja, apenas após esse período, que começa a contar quando as medidas de reestruturação forem acordadas, é que o crédito pode deixar de se classificar como NPE».⁷⁹

O conceito de NPA implica a mesma lógica financeira dos NPE. Contudo, aplica-se apenas aos empréstimos e títulos de dívida que integrem o balanço.

Em suma, os três conceitos distinguem-se pelo facto dos NPL estarem afetos aos empréstimos em incumprimento, enquanto os NPA se encontram associados aos ativos em incumprimento e os NPE estão relacionados com as imparidades e posições em incumprimento.

1.3 - A evolução dos NPL

Nos anos 1990, com a necessidade de crescimento económico e a ânsia para que o mesmo acontecesse, verificou-se um aumento da concessão do crédito. Nestes anos, a procura e a oferta de crédito foram muito proporcionais. Contudo, com a evolução bancária⁸⁰ ocorreu um aumento da oferta de crédito que, por sua vez, desencadeou um crescimento do consumo

⁷⁹ *Idem, ibidem*, p. 89.

⁸⁰ «O crédito ao consumo foi, inicialmente, concedido pelos próprios vendedores, sem juros: recorriam, pois, a capitais próprios e com o fito de melhor colocar a sua mercadoria. Mais tarde, os banqueiros vieram associar-se à operação: concedendo créditos especificamente destinados ao consumo ou lançando institutos ou departamentos especializados no financiamento de aquisição a prestações.» In António Menezes Cordeiro e A. Barreto Menezes Cordeiro, *Direito Bancário*, 6.^a ed. ver. at, Coimbra: Almedina, 2016, p. 703.

de créditos⁸¹. O modo simples de adquirir o crédito e os hábitos da nossa sociedade, vincada pelo consumo, promoveram grandes lucros aos bancos. Deu-se assim um *boom* na concessão de crédito ao consumo. E porquê no crédito ao consumo? Porque este é uma antecipação financeira que possibilita a compra no imediato da necessidade ou vontade do consumidor. Porém, muitas vezes o consumidor segue o impulso da compra e só mais tarde poupa e estrutura a possibilidade de pagar. O juro no crédito ao consumo consubstancia-se pelo «valor económico da antecipação da disponibilidade dos bens (ou dos fundos para os adquirir) pelo consumidor, e da sua privação ou do custo da sua mobilização pelo mutuante».⁸²

Como Liliana Alexandra Pereira Fernandes⁸³, também nós consideramos que o desenvolvimento da oferta de crédito resultante da desregulamentação e lacunas dos países (em concreto no setor bancário), despertou a concorrência entre as instituições financeiras. A concorrência fez crescer o risco de crédito dos bancos, isto é, danificou as suas carteiras em termos de seleção e de critérios de concessão de empréstimo. Acentuou-se, desta forma, consideravelmente o crescimento do crédito cedido pelas instituições financeiras. Este crescimento pode ser espelho da

⁸¹ «Em Portugal, no contexto do processo de liberalização que preparou a economia para a integração económica e financeira na Europa, foram vários os fatores que, do lado da procura e do lado da oferta de crédito, levaram à expansão da dívida das famílias a taxas superiores às taxas de crescimento do rendimento disponível. Durante a década de 1990, os ativos financeiros das famílias portuguesas também cresceram mais rapidamente do que o rendimento disponível. No contexto europeu, em 1995, Portugal apresentava um dos mais baixos rácios de dívida relativamente ao PIB. Atualmente exhibe um dos mais elevados. No que respeita à relação entre os ativos financeiros e o PIB, tanto Portugal como a generalidade dos países da zona euro mantiveram as suas posições relativas.» Banco de Portugal, *A economia portuguesa no contexto da integração económica, financeira e monetária*, Banco de Portugal, 2009, p. 477.

⁸² Pedro Pais de Vasconcelos - Taxas de Juro do Crédito ao Consumo: Limites Legais, in *Direito Bancário*, Lisboa, Centro de Estudos Judiciários, p. 153.

⁸³ Liliana Alexandra Pereira Fernandes, *Necessidade de Regulação do Mercado de Non Performing Loans no Crédito ao Consumo*, dissertação de mestrado, Lisboa, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2016.

desregulamentação dos mercados e dos avanços tecnológicos que tiveram efeitos na informação do setor bancário, o que ajudou na intermediação financeira. A rivalidade que aconteceu entre as instituições financeiras desenvolveu-se não só no mercado interno, mas também noutros mercados, nomeadamente europeus. A concorrência tornou-se um elemento potencializador do crescimento dos mercados, como os mercados bancários europeus e domésticos.

Em Portugal, durante o Estado Novo, o crédito bancário e o crédito ao consumo eram muito controlados⁸⁴, por haver apreensão relativamente à «falta de razoabilidade do consumidor que se poderia endividar excessivamente, e da falta de razoabilidade do banqueiro que poderia conceder crédito excessivo, pondo em perigo o próprio banco e gerando tensões inflacionistas e o desequilíbrio das contas externas».⁸⁵

Após a integração europeia, que ocorreu em 1986, o crédito bancário e o desempenho da economia começaram a dar sinais de queda. Fatores como o desemprego e a dívida passaram a ser tidos em conta o desemprego era elevado, as dívidas corporativas e domésticas também, o crescimento económico não tinha condições para melhorar. Entrou-se assim na fase de carácter depressivo (*slump*). Esta fase é comum acontecer após uma fase de expansão (*boom*).

⁸⁴ Refiro-me a 1932, «em que foram estabelecidos controlos administrativos dos limites de crédito e das respectivas taxas de juro. O regime não era liberal, era intervencionista, e atacou a crise económica e financeira de então controlando o crédito em volume e em custo». *Idem, ibidem*, p. 167-168.

⁸⁵ «Tudo isto veio a acontecer após a integração europeia e quando a concessão de crédito veio a ser «liberalizada». As famílias caíram na ilusão do consumo fácil, compraram o que não precisavam e não tinham capacidade de pagar, acabaram arruinadas e muitas vezes até sem casa. As instituições de crédito que tinham concedido crédito irrecuperável e que o tinham contabilizado como bom, acabaram por ter de reconhecer enormes «imparidades» e, por vezes até, por falir. O País desequilibró as contas externas e caiu numa grave e profunda crise económico-financeira e foi intervencionado como se tivesse sido inabilitado por prodigalidade.» *Idem, ibidem*, p. 154.

O mercado de NPL começou com a crise imobiliária nos EUA, como assinalámos. A evolução deste mercado era também algo esperado. Após anos de concessão de crédito desmedido, dado que a capacidade de resposta à dívida contraída não era suficiente (o que provou um aumento da taxa de incumprimento no setor bancário), este setor deixou de ter capacidade de resposta a estes incumprimentos, denotando assim a sua incapacidade de recuperação do crédito. Abriu-se, assim, as portas a um mercado para créditos irrecuperáveis por parte do cedente, o mercado de NPL.

Em Portugal, as operações de titularização com NPL começaram em 2004⁸⁶. Em 2007, verificou-se um aumento, que coincidiu com a época de crise financeira.

1.4 - A crise financeira e o acordo de Basileia

A partir de 2007, a sociedade portuguesa começou a sentir os efeitos da crise económica. O consumo caiu abruptamente e evidenciou-se a dificuldade e impossibilidades de cumprimento das obrigações. Este cenário permitiu clarificar as deficiências de regulação, que se revelou ser insuficiente para dar estabilidade ao mercado e à economia e que mostrou não estar blindada.⁸⁷

⁸⁶ «A primeira operação de titularização de crédito vencido em Portugal vai ser lançada em Março, no valor de 150 milhões de euros, composta por malparados adquiridos a vários bancos portugueses. Uma das empresas por detrás desta operação é a Domusvenda, especialista no negócio de compra de Non Performing Loans (NPL), ou seja, créditos vencidos. Esta empresa é responsável pelo servicing de toda esta operação, preparando-a e montando-a em conjunto com o Credit Suisse e sujeita a auditoria por parte da Fitch e da Standard & Poor's.» Paula Cordeiro - Primeira titularização de crédito vencido vai ser lançada em Março, in *Diário de Notícias*, 14 de fevereiro de 2007.

⁸⁷ «A crise evidenciou também uma rápida transmissão entre vulnerabilidades nos sistemas financeiros e na economia real. Conforme demonstrado pela crise da dívida soberana e pela decorrente fragmentação dos mercados financeiros, a associação entre o risco financeiro e o risco soberano pode ser muito estreita em países com desequilíbrios macroeconómicos graves e ocorrer nos dois sentidos: um sistema financeiro fragilizado obriga a uma

Em Portugal, foi através de políticas macro prudenciais⁸⁸ impostas pelo BdP que se zelou pela estabilidade financeira. Pretendeu-se agir contra as vulnerabilidades da regulação do sistema financeiro global. «Para mitigar estas vulnerabilidades, o Comité de Basileia de Supervisão Bancária

intervenção pública com custos significativos e os desequilíbrios macroeconómicos, nomeadamente na área das contas públicas, podem contribuir para aumentar o prémio de risco do país e consequentemente o custo de financiamento dos bancos nacionais. Esta interligação contribuiu para propagar os efeitos da crise, mesmo a países onde o sistema financeiro não estava muito exposto a ativos financeiros de maior risco. Tal como referido por Agur e Sharma (2013) a insuficiência das políticas tradicionais e da supervisão microprudencial para promover a estabilidade macroeconómica deve-se ao facto de deixarem espaço para um hiato regulatório (regulatory gap), causado por externalidades nos comportamentos de mercado que dão origem a uma prociclicidade excessiva e à fragilidade do sistema. A insuficiência dessas políticas não significa que um novo paradigma tenha de ser caracterizado por políticas radicalmente opostas, mas apenas que existe a necessidade de preencher as lacunas existentes. A política macroprudencial, com uma dimensão cíclica e com um enfoque nas interligações no sistema financeiro suscetíveis de originar riscos sistémicos, surge então para, em complementaridade com as outras políticas existentes, colmatar este vazio.» Rita Bessone Bastos, *Uma política macroprudencial para a estabilidade financeira*, Lisboa, Banco de Portugal, Relatório de Estabilidade Financeira, 2013, p. 81.

⁸⁸ «O objetivo da política macroprudencial é tornar o sistema financeiro resiliente à absorção de riscos, garantindo níveis adequados de intermediação financeira e contribuindo para o crescimento económico sustentável. Na qualidade de autoridade macroprudencial nacional, o Banco de Portugal define e executa a política macroprudencial. O Banco de Portugal analisa regularmente o sistema financeiro para identificar vulnerabilidades e riscos atuais e futuros, em cenários mais prováveis e em cenários mais adversos, isto é, identifica, acompanha e avalia riscos sistémicos. A análise e a avaliação dos riscos para a estabilidade financeira são divulgadas semestralmente pelo Banco de Portugal no Relatório de Estabilidade Financeira. Com base na análise de riscos e vulnerabilidades, o Banco de Portugal pondera a implementação de medidas de política que minimizem a probabilidade daqueles riscos se materializarem ou que aumentem a capacidade das instituições para lhes fazer face. Para implementar medidas de política macroprudencial, o Banco de Portugal desenvolve e implementa instrumentos macroprudenciais e emite determinações, alertas e recomendações dirigidos às autoridades e entidades públicas ou privadas, num contexto de cooperação com estas entidades. O Conselho Nacional de Supervisores Financeiros assume funções consultivas para com o Banco de Portugal, no contexto da definição e execução da política macroprudencial para o sistema financeiro nacional. O Banco de Portugal participa ainda no sistema europeu de prevenção e mitigação de riscos para a estabilidade financeira e em outras instâncias que prossigam a mesma finalidade. A ativação e a desativação dos instrumentos macroprudenciais existentes em regulamentação da União Europeia requerem coordenação a esse nível; esta coordenação é garantida por diversas autoridades, nomeadamente pelo Comité Europeu do Risco Sistémico (ESRB, na sigla inglesa), pela Autoridade Bancária Europeia (EBA, na sigla inglesa) e pela Comissão Europeia e, no âmbito do Mecanismo Único de Supervisão, pelo Banco Central Europeu (BCE) no desempenho das suas funções macroprudenciais.» Banco de Portugal, *Política Macroprudencial*, Lisboa, Banco de Portugal.

apresentou um conjunto de medidas (quadro regulamentar designado “Basileia III”) relacionadas, entre outras matérias, com o reforço da quantidade e qualidade dos fundos próprios dos bancos. Na União Europeia, estas medidas foram adotadas através de um pacote legislativo composto pelo Regulamento (UE) n.º 575/2013 e pela Diretiva 2013/36/UE, ambos do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho». ⁸⁹

Em 2006 e 2007, foi implementado o acordo de Basileia II, que regulava as instituições bancárias através de uma estrutura tripartida: mensuração, monitorização e prevenção, e a divulgação e transparência.

O acordo de Basileia III⁹⁰ surgiu na sequência da crise financeira de 2007. Teve como objetivo mitigar os riscos originados pela concessão de crédito, apresentando as reestruturações⁹¹ necessárias para adequar e melhorar a capacidade do setor bancário.

⁸⁹ Banco de Portugal, *Banco de Portugal estabelece regime transitório sobre fundos próprios*, 27 de dezembro de 2013.

⁹⁰ «O acordo de Basileia III surgiu com o propósito de melhorar a capacidade do setor bancário para absorver choques decorrentes de cenários adversos de natureza económica e financeira. Para o efeito, introduziu uma definição mais estrita de capital regulamentar (fundos próprios), definiu, pela primeira vez, requisitos de liquidez harmonizados a nível internacional, através de duas novas métricas – uma de curto prazo (liquidity coverage ratio) e outra de médio prazo (net stable funding ratio) – e adicionou ao elenco das medidas prudenciais um requisito prudencial complementar ao rácio de adequação de fundos próprios baseado nos ativos ponderados pelo risco, traduzido na previsão do rácio de alavancagem (em inglês, leverage ratio). Basileia III introduziu igualmente requisitos adicionais de constituição de reservas de fundos próprios, quer de natureza estrutural, quer de natureza contracíclica, de modo a reforçar a resiliência das instituições e promover a internalização dos custos que a sua atuação pode ter para o sistema financeiro.» Banco de Portugal, *Regras prudenciais*.

⁹¹ «Entre o pacote de Basileia II e Basileia III foram introduzidas diversas melhorias, designadamente quanto ao tratamento no Pilar I das titularizações e do processo de análise e avaliação pelo supervisor (Pilar II). No que respeita ao Pilar II, as orientações do Comité de Basileia visaram colmatar diversas deficiências observadas durante a crise financeira em áreas dos processos de gestão de risco das instituições. Abrangeram o governo interno e a gestão de risco das instituições, a captura do risco das exposições fora de balanço e decorrentes das atividades de titularização, a gestão do risco de concentração, incentivos para uma melhor gestão dos riscos e retornos no longo prazo e boas práticas de

Nas suas três versões, o acordo de Basileia favoreceu a solidez das instituições e a sua segurança, aplicando-se também à economia. Os requisitos da regulação passam a fornecer mais transparência e credibilidade às instituições e a auxiliar na sua liquidez.

Com a crise, a percentagem de incumprimento cresceu exponencialmente, conduzindo a um aumento de NPL, que por sua vez produziu efeitos na liquidez e rendibilidade das instituições financeiras. Contudo, o mercado de NPL foi também necessário para a estabilidade financeira, uma vez que acabou por colmatar um dos problemas das instituições financeiras, a liquidez. Através das operações de titularização dos NPL, os bancos passaram a poder obter liquidez, ainda que não no valor total do portefólio em incumprimento. No entanto, ganharam solvabilidade, o que lhes permitia alcançar estabilidade financeira. Também as entidades passaram a conseguir lucrar, ainda que a longo prazo, com os créditos em incumprimento.⁹²

O mercado de NPL apareceu assim na sequência da desmedida concessão de crédito, que acontecera no passado. Este mercado tornou-se um recurso para reduzir os estragos da excessiva concessão de crédito, que tinha levado ao incumprimento.

remuneração. Os requisitos do Pilar III (disciplina de mercado) foram também reforçados num conjunto de áreas-chave.» *Idem, ibidem*.

⁹² Liliana Alexandra Pereira Fernandes, op. cit., p. 25.

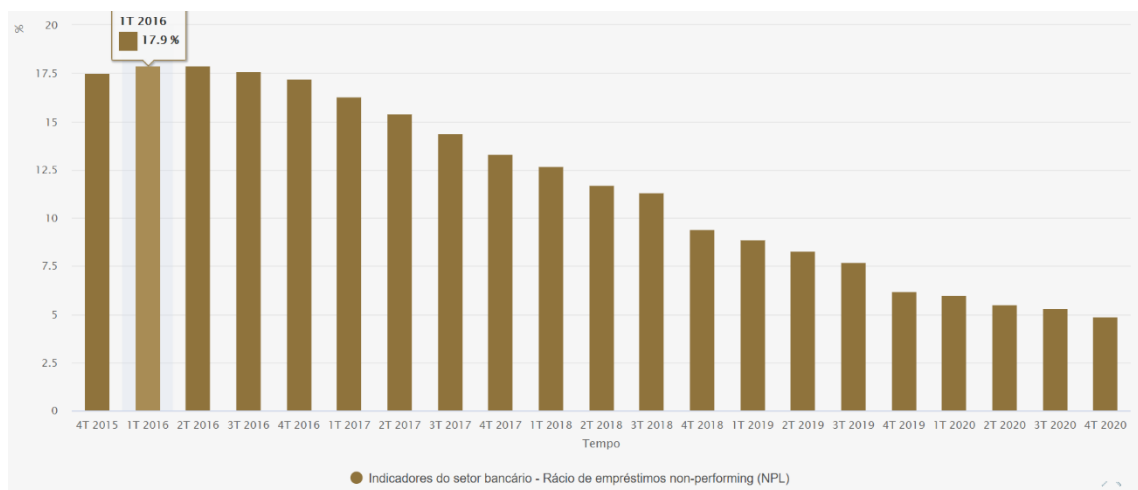


Figura 3 - Rácio de NPL distribuído de acordo com a sua evolução anual (Fonte: [Indicadores do setor bancário - Rácio de empréstimos non-performing \(NPL\) | BPstat \(bportugal.pt\)](#). Consult. 11 jun. 2021).

O crescimento do número de NPL é uma tendência desde a crise financeira em Portugal, tendo atingido o seu pico em 2016. Este aumento deveu-se ao facto de os mutuários não terem meios financeiros para colmatar os créditos adquiridos. A partir de 2016, como demonstra a figura 2, verifica-se uma diminuição de NPL.

O impacto da crise financeira e do aumento de NPL chama a atenção para o facto de o incumprimento ser negativo para a economia numa perspetiva geral, dado que pode levar ao marasmo económico.

1.5 - Impacto dos NPL e consequências – Realocação dos NPL (*Bad Bank*)

Em 2016, o NPL representava 17,9 % do total de empréstimos bancários concedidos em Portugal. Na composição do portefólio de NPL

prevalece definida dentro dos empréstimos a empresas⁹³, acontece casos em que estes portefólios estão associados ao crédito à família. É exemplo disso a Irlanda e a Espanha. Estes níveis de NPL têm um impacto direto na rendibilidade dos bancos e, por consequência, também no capital da instituição bancária.

Segundo Marques, Martinho e Silva, que desenvolveram uma análise sobre os empréstimos não produtivos (NPL) e a oferta de crédito no período entre 2009 e 2018, existe um padrão entre a percentagem de NPL e os momentos de crise. Um primeiro momento, em 2008, pode relacionar-se com a crise financeira internacional e um segundo, em 2016, com a crise da dívida soberana, onde é possível compreender o aumento de NPL nesta fase dado a impossibilidade dos portugueses de fazerem face às dividas que tinham contraído. Os autores, que utilizaram vários modelos para testar o impacto dos NPL, concluíram que a alocação de crédito ineficiente, adicionada aos custos com financiamento e à rendibilidade dos canais associados ao consumo de capital, afeta a capacidade de concessão de crédito de um banco.

Uma consequência deste impacto foi o surgimento dos *bad bank*. Um *bad bank* tem como objetivo gerir ativos tóxicos e créditos considerados irrecuperáveis ou não produtivos vindos de outras instituições. São fundados para obterem crédito em incumprimento ou crédito vencido, que causa nos seus titulares balanços negativos por os possuírem. Sem estes créditos no seu balanço podem tornar-se um *good bank*. Em Portugal, o primeiro *bad bank* a lidar com estes créditos foi o Finangeste, fundado em 1978.⁹⁴

⁹³ De acordo com Marques, Martinho e Silva, o mercado português empresarial é constituído em grande parte por pequenas empresas. Entre 2008 e 2018, cerca de 57% dos empréstimos bancários a empresas foram concedidos a micro e pequenas empresas, representando estas a maior parte dos NPL. Carla Marques, Ricardo Martinho e Rui Silva – Empréstimos não produtivos e oferta de crédito: Evidência em Portugal, in *Revista de Estudos Económicos*, volume VI, n.º 1 (2020) 55-80.

⁹⁴ Elisabete Tavares - Finangeste. O primeiro bad bank português faz 40 anos e gere milhões”, in *Diário de Notícias*, 28 de novembro de 2018.

1.6 - Gestão de NPL

Embora os NPL sejam um problema para qualquer economia bancária, a sua gestão varia de país para país, devido às diferentes lideranças, economias, costumes e culturas. Em seguida, analisaremos de forma sucinta como Espanha ultrapassou esta situação. A escolha deste país prende-se com a sua proximidade geográfica a Portugal.

1.6.1 - NPL na economia espanhola

A gestão de NPL em Espanha teve a participação do governo espanhol⁹⁵, que em 2012 criou uma empresa de gestão de ativos, a Sociedade de Gestão de Activos procedentes da Reestruturação Bancária (doravante SAREB), alienando os ativos tóxicos com o objetivo de dar a possibilidade aos bancos de administrarem com um balanço positivo.

A SAREB tem a natureza de uma sociedade gestora à qual são cedidos os ativos imobiliários tóxicos para minimizar os riscos que estes comportamentos possibilitar a sua liquidação. A instituição recebeu cerca de 200 000 ativos com um valor de 50 milhões de euros. Deste valor, 80% correspondia a ativos financeiros e o restante a imobiliários. A SAREB era detida em 45% pelo Fundo de Reestruturação Ordenada Bancária (doravante FROB)⁹⁶.

⁹⁵ «Sareb is partly backed by government funds and counts some of Spain's top lenders among its shareholders, including Santander. Banks such as Santander, Caixabank and Sabadell are also investors in Sareb's subordinated debt.» Spanish "bad bank" faces fresh charges from property valuations, in *Reuters*, 2 de outubro de 2015.

⁹⁶ «In Spain the FROB was created in 2009 with the dual purpose of providing a solution for those companies that ceased to be viable and to provide viable Institutional Protection Systems (SIP) to promote their restructuring. Now the restructuring process is complete (the new savings bank map), it can be observed that the Spanish banking system remains solid and solvent. It is necessary to provide markets and public alike with precise

A SAREB não mostrou resultados rentáveis. Ainda assim foi uma solução que contribuiu para a diminuição do peso do NPL nas instituições financeiras espanhola, permitindo que o sistema bancário recuperasse e começasse a consolidar-se.

A maioria da percentagem de créditos em incumprimento em Espanha advém das famílias, contrariamente ao tipo de créditos caracterizados como NPL em Portugal.

O FROB tem como propósito administrar a execução das diligências das instituições ou sociedades que prestem serviço a Espanha. Numa situação em que uma instituição é declarada inviável, por exemplo, cabe ao FROB tomar as medidas de resolução necessárias.

Sempre que uma instituição comece a notar debilidades no campo económico e financeiro que levem ao seu mau funcionamento deve iniciar um procedimento de reestruturação, que poderá assentar em duas etapas.

- Primeiro, é realizado um plano de ação pelo próprio banco ou encontrada uma solução pelo Banco de Espanha;
- Caso as opções anteriores não sejam exequíveis, o FROB intervém para promover um seguimento de reestruturação, necessário para assegurar a viabilidade da instituição.

1.6.2 - Titularização de NPL em Portugal

Portugal viveu momentos difíceis para a sua conjuntura económica que se fizeram sentir não só a nível nacional. Esta situação vivida à escala

information about the current solidness of the Spanish banks and their capacity to continue to contribute to sustainable economic growth.» Salvador Marín-Hernández, Ester Gras Gile Marcos Antón Renart – Financial information and restructuring of 58 spanish savings banks in a context of crisis. Changes in the regulation; content and evolution of FROB, in *CIRIEC-España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, n.º 73, número especial (out. 2011), p.119.

mundial provocou um aumento dos NPL, como aconteceu em Portugal. Podemos relacionar o crescimento dos NPL com a situação económico-social vivida nos anos de crescimento do PIB⁹⁷ negativo em Portugal (anos 2009, 2011, 2012 e 2013). Em 2016, os NPL atingiram, como referido.

Portugal, Chipre, Grécia, Irlanda, Itália e Lituânia são os seis países da zona euro com o rácio mais elevado de NPL⁹⁸, embora seja necessário sublinhar que o conceito de NPL varia segundo as políticas económicas de cada país.⁹⁹

O valor do rácio é espelho, muitas vezes, de uma má gestão da economia, e evidencia a inexistência de um mercado secundário e a sua necessidade para esta espécie de créditos. Em Portugal, a primeira operação de titularização aconteceu em 2004. Em seguida, bancos como o Millennium, o Santander e o BES começaram a realizar transações com NPL de forma a realocarem estes créditos não produtivos e a melhorarem os seus balanços. Assim, tornou-se novamente mais fácil concederem crédito. Conclui-se, pois, que estas transações tornaram-se necessárias para o crescimento dos bancos e para a sua estabilidade.¹⁰⁰

As operações de titularização de NPL têm demonstrado a sua importância na redução de créditos NPL, possibilitando a resposta de acordo com os planos de redução¹⁰¹. A Lei da Titularização, deixa claro que não

⁹⁷ «O Crescimento Económico é a perspetiva da análise macroeconómica que trata do aumento (ou diminuição) das condições materiais da vida da população como um todo no longo prazo. O crescimento económico representa a expansão do PIB potencial ou produto nacional de um país». In António Fernandes [et al.], *Introdução à Economia*, 3.^a edição, Lisboa, Sílabo, p. 352.

⁹⁸ Carla Marques, Ricardo Martinho e Rui Silva, op. cit., p. 57.

⁹⁹ *Idem, ibidem*.

¹⁰⁰ Liliana Alexandra Pereira Fernandes, *Necessidade de Regulação do Mercado Non Performing Loans no Crédito ao Consumo*, Lisboa, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2016, dissertação de mestrado, p. 28.

podem ser cedidos créditos litigiosos, como já elucidei anteriormente, contudo os NPL podem ser considerados para titularização uma vez que estes só são considerados litigiosos aquando da existência uma contestação de juízo, sobre eles.¹⁰²

De acordo com o Relatório de Estabilidade Financeira apresentado pelo BdP em 2019, «No primeiro semestre de 2019, o rácio de NPL manteve a trajetória decrescente iniciada em junho de 2016, situando-se em 8,3% em junho de 2019, o que corresponde a uma redução de 1,1 pp face a dezembro de 2018 e de 9,7 pp face a junho de 2016»¹⁰³. Esta melhoria significativa é espelho das indicações dadas para a redução deste tipo de créditos. Em junho de 2016, o rácio de NPL era no valor de 50 mil milhões de euros e em junho de 2019, 23 mil milhões de euros, o que representa menos 27 milhões de euros. A diminuição visível no primeiro semestre de 2019 é também resultado do aumento de empréstimos *performing*.

A redução de *NPL* no mercado português é alavancada por iniciativas do BCE, no âmbito do Mecanismo Europeu de Supervisão. Contudo ressalvo, que a gestão dos portfólios de *NPL* é da responsabilidade dos bancos que os detêm, cabe a estes definir o que consideram que os pode levar a uma melhor gestão, é de ressaltar que as operações de titularização são apontadas como uma estratégia para lidar com o stock de *NPL*.¹⁰⁴

¹⁰² Pedro Cassiano Santos e Paula Gomes Freire, *Estudos de Advocacia em Homenagem a Vasco Viera de Almeida*, Coimbra, Almedina, 2017, p. 95.

¹⁰³ Banco de Portugal, *Relatório de Estabilidade...*, p. 86.

¹⁰⁴ *Idem, ibidem*.

Conclusão

A presente dissertação pretendeu analisar o regime de titularização de créditos em Portugal e a sua importância em momentos críticos para a economia, demonstrando como a figura é uma solução de financiamento robusta e versátil, que fomenta a diversidade de créditos disponíveis para investidores.

Verificou-se que a Lei da Titularização veio possibilitar que o cedente retire do seu balanço um conjunto determinado de ativos, capacitando o seu balanço para valores mais positivos e reduzindo o seu risco de crédito. Adicionalmente, o cedente recebe ainda o valor imputável àquela transmissão, e por isso fica habilitado a utilizá-lo para novos investimentos. Com as operações de titularização consegue-se alcançar a transformação dos ativos ilíquidos em líquidos e disponibilizados em mercado para subscrição. Contudo, devemos ressaltar que a adequação dos créditos para esta operação implica determinados critérios, que acabam por dificultar a fluidez que a operação poderia vir a ter.

O instituto de titularização possibilita o auxílio na superação de crises económicas, como aconteceu no passado com o mercado imobiliário, apresentando-se como uma possibilidade que as instituições financeiras devem analisar na sua gestão. A titularização de créditos hipotecários veio trazer inovação e resposta para os problemas vividos durante a crise imobiliária. Como demonstrámos, as obrigações hipotecárias têm muitas semelhanças com a titularização, embora não sejam uma resposta suficiente para os problemas de liquidez e para o rácio de risco que existia. Por isso a titularização foi uma solução nesse momento.

Deste modo, e para concluir, perguntamos: Será que a titularização é uma solução para o rácio de NPL em Portugal? Acreditamos que sim. A

operação de titularização possibilita a retirada dos créditos NPL do rácio das instituições financeiras, permitindo melhorias na sua gestão e na sua concessão, que, como demonstrámos, pode ser afetada pelo elevado nível de NPL no seu balanço.

A possibilidade, ainda que remota, de limitar a concessão a um banco tem como consequência a redução do lucro, pelo que os bancos devem optar por medidas que permitam aumentá-los. Queremos com isto dizer que os bancos devem optar por procedimentos de gestão que não ponham em causa as suas duas funções primordiais: a concessão de créditos e a receção de depósitos.

Em suma, a titularização apresenta a possibilidade de limpeza do balanço e a imediata liquidez para uma instituição financeira, ainda que reflita o valor em incumprimento na totalidade. Confere ao cedente ainda a possibilidade de melhorar a rendibilidade dos capitais próprios do ativo. A titularização deve ser considerada uma figura que possibilita a redução do volume dos créditos NPL do balanço das instituições financeiras, apoiando assim a diminuição do rácio de NPL, como tem vindo a acontecer desde 2016.

Referências bibliográficas

Legislação e normas

- DECRETO-LEI n.º 47 344. D.R. I Série. 274 (66-11-25) 1883-2086.
- DECRETO-LEI n.º 262/86. D.R. I Série. 201 (86-09-02) 2293-2385.
- DECRETO-LEI n.º 298/92. D.R. I-A Série. 6.º Suplemento, 301 (92-12-31) 6056-(24)-6056-(51).
- DECRETO-LEI n.º 349/98. D.R. I-A Série. 261 (98-11-11) 6135-6141.
- DECRETO-LEI n.º 453/99. D.R. I-A Série. 258 (99-11-05) 7682-7693.
- DECRETO-LEI n.º 486/99. D.R. I-A Série. N.º 265 (99-11-13) 7968-8040.
- DECRETO-LEI n.º 219/2001. D.R. I-A Série. 180 (01-08-04) 4784-4786.
- DECRETO-LEI n.º 82/2002. D.R. I-A Série. 80 (02-04-05) 3134-3153.
- DECRETO-LEI n.º 103/2003. D.R. I-A Série. 281 (03-12-05) 8216-8216.
- DECRETO-LEI n.º 303/2003. D.R. I-A Série. 281 (03-12-05) 8216-8238.
- DECRETO-LEI n.º 59/2006. D.R. I-A Série. 56 (06-03-20) 2031-2037.
- LEI n.º 103/2003. D.R. I-A Série. 281 (03-12-05) 8216.
- REGULAMENTO (UE) 2017/2402 do Parlamento Europeu e do Conselho de 12 de dezembro de 2017. Official Journal of the European Union. L 347 (17-12-28) 35-80.

Bibliografia

- ALMEIDA, Carlos Ferreira – Contrato Bancário e Depósito Bancário. In **Direito Bancário** [Em linha]. Lisboa: Centro de Estudos Judiciários, 2015. [Consult. 17 out. 2020]. Disponível na Internet:

[http://www.cej.mj.pt/cej/recursos/ebooks/civil/Direito Bancario.pdf](http://www.cej.mj.pt/cej/recursos/ebooks/civil/Direito_Bancario.pdf). ISBN 978-972-9122-98-9. p. 19-29.

BANCO CENTRAL EUROPEU – O que são “créditos não produtivos”? [Em linha]. (12 set. 2016, act. 14 jan. 2021) [Consult. 20 nov. 2020]. Disponível na Internet: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/npl.pt.html>.

BANCO CENTRAL EUROPEU – Orientação sobre créditos não produtivos dirigidas a instituições de crédito [Em linha]. (março 2017). [Consult. 10 nov. 2020] Disponível na Internet: https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.pt.pdf?c3a00d91a38f1c0486521e29d4b25e6f.

BANCO DE PORTUGAL – A Economia Portuguesa no Contexto da Integração Económica, Financeira e Monetária [Em linha]. Lisboa: Banco de Portugal, 2009. [Consult. 20 nov. 2020]. Disponível em: <https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/publica%C3%A7%C3%A3o%20completa.pdf>. 598 p. ISBN 978-989-8061-98-0.

BANCO DE PORTUGAL – Banco de Portugal estabelece regime transitório sobre fundos próprios [Em linha]. (27 dez. 2013). [Consult. 14 nov. 2020] Disponível na Internet: <https://www.bportugal.pt/comunicado/banco-de-portugal-estabelece-regime-transitorio-sobre-fundos-proprios>.

BANCO DE PORTUGAL – Relatório de Estabilidade Financeira [Em linha] (novembro 2016) [Consult. 10 set. 2020]. Disponível na Internet: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/ref_11_2016_pt.pdf.

BANCO DE PORTUGAL – Política Macroprudencial [Em linha]. [Consult. 12 jul. 2020]. Disponível na Internet: <https://www.bportugal.pt/page/politica-macroprudencial>.

BANCO DE PORTUGAL – Regras prudenciais [Em linha]. [Consult. 12 jul. 2020]. Disponível na Internet: <https://www.bportugal.pt/page/micro-regras-prudenciais>.

BASTO, Rita Bessone – Uma Política Macroprudencial para a Estabilidade Financeira [Em linha]. Banco de Portugal: 2013. [Consult. 12 jul. 2020]. Disponível na Internet: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/ar201304_p.pdf. p. 77-92.

BENTO, André Fernandes; NOBRE, Márcio Carreira – Alterações ao Regime da Titularização. In *Bancário e Financeiro* [Em linha]. Setembro de 2019. [Consult. 12 maio 2021]. Disponível na Internet: https://www.csassociados.pt/xms/files/Destaque_Alteracoes_ao_Regime_da_Titularizacao.pdf.

CÂMARA, Paulo – A Operação de Titularização. In CAMPOS, Diogo Leite de [et al.] – **Titularização de Créditos**. Lisboa: Instituto de Direito Bancário, 2000. ISBN 972-98438-2-1. p. 63-94.

CAMPOS, Diogo Leite de – A Titularização de Créditos: Bases Gerais. In CAMPOS, Diogo Leite de [et al.] – **Titularização de Créditos**. Lisboa: Instituto de Direito Bancário, 2000. ISBN 972-98438-2-1. p.7-15.

CAMPOS, Diogo Leite de; MONTEIRO, Manuel – **Titularização de Créditos: Anotações ao Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de Novembro**. Coimbra: Almedina, 2001. 117, [3] p. ISBN 972-40-1528-9.

CAMPOS, Diogo Leite de; PINTO, Cláudia Saavedra – **Créditos Futuros, Titularização e Regime Fiscal**. Coimbra: Almedina, 2007. 114 p. ISBN 978-972-40-3297-9.

CORDEIRO, António Menezes; CORDEIRO, A. Barreto Menezes – **Direito Bancário**. 6.^a ed. ver. at. Coimbra: Almedina, 2016. 1436 p. ISBN 9789724067933.

CORDEIRO, Paula – Primeira titularização de crédito vencido vai ser lançada em Março. In Diário de Notícias [Em linha]. (14 Fevereiro 2007). [Consult. 23 mar. 2021]. Disponível na Internet: <https://www.dn.pt/arquivo/2007/primeira-titularizacao-de-credito-vencido-vai-ser-lancada-em-marco-652818.html>.

FERNANDES, António Fernandes [et al.] - **Introdução à Economia**. 3.^a edição. Lisboa: Sílabo, 2019. 451 p. ISBN 978-972-618-985-5.

FERNANDES, Liliana Alexandra Pereira – Necessidade de Regulação do Mercado de Non Performing Loans no Crédito ao Consumo. Lisboa: Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 2016. 90 p. Dissertação de mestrado.

LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes – **Cessão de Créditos**. Coimbra: Almedina, 2005. 669 p. ISBN 972-40-2505-5.

MARÍN HERNÁNDEZ, Salvador; GRAS GIL, Ester; ANTÓN RENART, Marcos – Financial information and restructuring of spanish savings banks in a context of crisis. Changes in the regulation; content and evolution of FROB. In **CIRIEC-España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa** [Em linha]. [Consult. 20 jan. 2021]. Disponível na Internet: https://www.researchgate.net/publication/227384699_Financial_information_and_restructuring_of_spanish_savings_banks_in_a_context_of_crisis_Ch

anges_in_the_regulation_content_and_evolution_of_FROB. E-ISSN 1989-6816. N.º 73, Número especial (out. 2011) 99-126.

MARQUES, Carla; MARTINHO, Ricardo; SILVA, Rui – Empréstimos não produtivos e oferta de crédito: Evidência em Portugal. In **Revista de Estudos Económicos** [Em linha]. [Consult. 12 dez. 2020]. Disponível na Internet: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/re202003_pt.pdf. E-ISSN 1980-5357. Volume VI, N.º 1 (2020) 55-80.

MARQUES, Luís Filipe – **A Especial Função do SPVS na Titularização dos Créditos: Alcance a sua Responsabilidade**. Porto: Librum, 2017. 88 p. ISBN 978-989-99988-2-7.

MATIAS, Armindo Saraiva – Obrigações hipotecárias e titularização de créditos. In **Revista da Ordem dos Advogados** [Em linha]. Lisboa. [Consult. 8 out. 2020]. Disponível em: <https://portal.oa.pt/publicacoes/revista/ano-2009/ano-69-vol-iii/doutrina/armindo-saraiva-matias-obrigacoes-hipotecarias-e-titularizacao-de-creditos-hipotecarios/>. ISSN 0870-8118. Ano 69, vol. I/II (janeiro-junho 2009).

MONTEIRO, Manuel – O Recente Regime Português da Titularização de Créditos. In CAMPOS, Diogo Leite de [et al.] – **Titularização de Créditos**. Lisboa: Instituto de Direito Bancário, 2000. ISBN 972-98438-2-1. p. 191-233.

SANTOS, Pedro Cassiano; FIGUEIREDO, André – **Direito dos Valores Mobiliários**. Coimbra: Coimbra Editora, 2006. Separata do volume VI.

SANTOS, Pedro Cassiano; FREIRE, Paula Gomes – **Estudos de Advocacia em Homenagem a Vasco Vieira de Almeida**. Coimbra: Almedina, 2017. 645 p. ISBN 978-972-40-6918-0.

SILVA, João Calvão da – **Titularização de Créditos: Securitization: [No coração da crise financeira global]**. 3.^a ed. rev. e aum. Coimbra: Almedina, 2013. 284 p. ISBN 978-972-40-5385-1.

Spanish ‘bad bank’ faces fresh charges from property valuations. In Reuters [Em linha]. (2 out. 2015). [Consult. 20 jan. 2021]. Disponível em: <https://www.reuters.com/article/us-spain-badbank/spanish-bad-bank-faces-fresh-charges-from-property-valuations-idINKCN0RW0JP20151002>.

TAVARES, Elisabete – Finangeste. O primeiro bad bank português faz 40 anos e gere milhões. In *Diário de Notícias* [Em linha]. (28 Novembro 2018). [Consult. 2 mar. 2021]. Disponível na Internet: <https://www.dinheirovivo.pt/empresas/finangeste-o-primeiro-bad-bank-portugues-faz-40-anos-e-gere-milhoes-12803900.html>.

VASCONCELOS, Pedro Pais de – Taxas de Juro do Crédito ao Consumo: Limites Legais. In **Direito Bancário** [Em linha]. Lisboa: Centro de Estudos Judiciários, 2015. [Consult. 12 jul. 2020]. Disponível na Internet: http://www.cej.mj.pt/cej/recursos/ebooks/civil/Direito_Bancario.pdf. ISBN 978-972-9122-98-9. p. 149-178.

Índice de figuras

Figura 1 - Esquema de uma operação de titularização de créditos (Imagem gentilmente cedida pelo dr. Tiago Moreira).....	26
Figura 2 - Esquema simples do funcionamento de um banco e a sua relação com o passivo e o ativo.	45
Figura 3 - Rácio de NPL distribuído de acordo com a sua evolução anual (Fonte: Indicadores do setor bancário - Rácio de empréstimos non-performing (NPL) BPstat (bportugal.pt). Consult. 11 jun. 2021).	56

Índice

<i>A. Declaração de Compromisso Antiplágio.....</i>	<i>I</i>
<i>B. Agradecimentos.....</i>	<i>II</i>
<i>C. Modo de Citar e outras Convenções</i>	<i>IV</i>
<i>D. Lista de Siglas e Abreviaturas.....</i>	<i>V</i>
<i>E. Resumo</i>	<i>VII</i>
<i>F. Abstract.....</i>	<i>VIII</i>
<i>Introdução.....</i>	<i>1</i>
<i>I - Conceito e enquadramento do instituto de titularização de créditos</i>	<i>3</i>
1 - Definição do conceito titularização.....	3
1.1 - A evolução legal da titularização	7
1.2 - Requisitos para a titularização de créditos.....	9
1.3 - Breve nota histórica da titularização de créditos no contexto europeu (Da crise imobiliária de 1929/1933 à titularização)	14
<i>II - A operação de titularização</i>	<i>16</i>
1 - Fases da titularização.....	16
1.1 - Fase preparatória para a cessão	16
1.2 - A cessão de créditos	20
1.2.1 - Efeitos da cessão	21
1.3 - Tutela dos ativos	23
1.3.1 - Impugnação na cessão de créditos.....	23
1.3.2 - Insolvência do cedente	24
2 - A operação	25
2.1 - Os Fundos de Titularização	28
2.1.1 - Sociedade gestoras de fundos de titularização de créditos	30
2.2 - As Sociedade de Titularização de Créditos.....	32
2.3 – O cedente na função de gestor.....	33
3 - A emissão para as Entidades Cessionárias	34
3.1 - Unidade de Titularização	34
3.2 - Obrigações titularizadas.....	35
<i>III - Créditos Hipotecários</i>	<i>38</i>
1 - Conceito e enquadramento.....	38
2 - A titularização dos créditos hipotecários	38
3 - As obrigações hipotecárias	40
3.1 - A cessão de créditos hipotecários.....	41

4 - A dissemelhança entre as figuras.....	42
IV - Os créditos NPL.....	44
1 - O conceito e noção de NPL.....	44
1.1 - A mensuração de <i>Non-performing loans</i>	46
1.2 - A correlação entre NPL, NPE e NPA.....	48
1.3 - A evolução dos NPL.....	49
1.4 - A crise financeira e o acordo de Basileia.....	52
1.5 - Impacto dos NPL e consequências – Realocação dos NPL (<i>Bad Bank</i>).....	56
1.6 - Gestão de NPL.....	58
1.6.1 - NPL na economia espanhola.....	58
1.6.2 - Titularização de NPL em Portugal.....	59
Conclusão.....	62
Referências bibliográficas.....	65
<u>Legislação e normas</u>	65
<u>Bibliografia</u>	65
Índice de figuras.....	71