

que se advoga, mas outrossim as do Estado, que deixa de ter o encargo de controlar a legalidade destes actos.».

Cumprir ainda referir que, no que toca a estas matérias, reduz-se o valor até aqui atribuído e desempenhado pelas certidões do registo comercial.

Terão então de ser as sociedades comerciais a contratar especialistas que garantam o controlo da legalidade, sob pena de puderem vir a ser responsabilizadas pela promoção de registos ilegais. A montante resolveu-se um problema, simplificando-se e aligeirando-se procedimentos e encargos, mas a jusante tal poderá ser um foco de litigiosidade e incertezas.

Como evolução futura em face ao actual regime, talvez se vislumbre a possibilidade de se caminhar para um sistema em que as quotas, como sucede com as acções, possam ser tituladas. Este é um dos elementos que distingue claramente as sociedades anónimas das sociedades por quotas. Mas a titulação das quotas poderá, eventualmente, em face das opções agora tomadas, ser uma forma de ultrapassar a insegurança que parece resultar do regime adoptado.

JOAO ANACORETA CORREIA
PEDRO GOMES DA CUNHA (*)

TITULARIZAÇÃO EM PORTUGAL: NOVOS DESAFIOS

Introdução

O regime da titularização de créditos em Portugal encontra-se actualmente previsto no Decreto-Lei n.º 43/99, de 5 de Novembro, diploma que foi já alvo de diversas alterações introduzidas pelos Decretos-Lei n.º 82/2002, de 5 de Abril, n.º 303/2003, de 5 de Dezembro e n.º 52/2006, de 15 de Março.

Face à crescente inovação no mercado internacional das titularizações, nomeadamente no que respeita aos activos subjacentes às operações e ao crescente interesse pelas chamadas «titularizações sintéticas», a CMVM, em articulação com o Ministério das Finanças, entendeu conveniente apresentar para consulta pública (que decorreu até ao passado dia 4 de Dezembro de 2006) uma nova proposta de alteração do regime da titularização.

A proposta apresentada visa introduzir alterações profundas no actual regime da titularização, representando, caso venha a ser adoptada, um desafio estimulante para os vários intervenientes nas operações. Com efeito, as alterações propostas visam ampliar o âmbito subjectivo e objectivo de aplicação do diploma, implicando uma multiplicação dos possíveis activos subjacentes, a consagração de novos originadores, o reforço das medidas de segregação patrimonial e a simplificação do regime das sociedades e dos fundos de titularização.

Alargamento do leque de activos susceptíveis de titularização

Na sua génese as operações de titularização tinham tipicamente como activos subjacentes créditos hipotecários. Posteriormente outros tipos de créditos passaram a ser titularizados, como é o caso dos créditos emergentes de operações de locação financeira, de cartões de crédito, créditos a empresas (incluindo a pequenas e médias empresas) e créditos ao consumo, entre outros. No panorama internacional, à titularização dos créditos sucedeu a titularização de outros tipos de activos, sendo especialmente conhecida do público a titularização de activos intangíveis como direitos de propriedade intelectual (*royalties*), os quais têm as famosas «*Bowie Bonds*» como *ex libris*.

No actual panorama nacional, os activos susceptíveis de titularização reconduzem-se, no entanto, apenas e tão só, aos «créditos», reivindicando o mercado a consagração de novos tipos de activos subjacentes.

É neste contexto que a CMVM veio propor a red denominação das sociedades de titularização de créditos e dos fundos de titularização de créditos para «*sociedades de titularização de activos*» e «*fundos de titularização de activos*», conjuntamente com uma expressa consagração na lei da possibilidade de serem titularizados outros activos, que não créditos, desde que os mesmos reúnam as seguintes características:

- a) a sua transmissibilidade não se encontre sujeita a restrições legais ou convencionais;
- b) traduzam fluxos monetários ou riscos quantificáveis ou previsíveis, designadamente com base em modelos estatísticos;
- c) seja garantida pelo cedente a respectiva existência e exigibilidade.

Torna-se, assim, admissível a titularização de activos sujeitos a condição, de activos litigiosos (desde

(*) Advogados de Área da Uría Menéndez (Oporto)

que o cedente garanta a sua exigibilidade e o contrato de cessão de activos mencione claramente as situações de litigância pendentes, os eventuais vícios contratuais ou os ónus e encargos que recaiam sobre os activos cedidos) e ainda de activos intangíveis (tais como direitos de propriedade intelectual ou industrial), desde que preenchidas as condições acima referidas.

Por outro lado, propõe a CMVM que a chamada «titularização sintética» - em que não existe uma transferência dos activos, mas apenas uma cessão dos fluxos financeiros ou riscos associados a um conjunto de activos ou de entidades (como sucedeu na mediática titularização no Reino Unido das receitas do grupo Tussaud ou, em Portugal, com uma operação realizada pelo Millennium bcp) - passe a estar expressamente prevista na lei. Exige-se apenas que os fluxos financeiros, direitos, obrigações ou riscos a transmitir (presentes ou futuros) sejam quantificáveis ou previsíveis, estejam livres de restrições legais ou convencionais e ainda que esteja garantida a sua exigibilidade pelo cedente.

Alargamento do leque das entidades que podem actuar como originadores

Outra das áreas alvo de profundas alterações é a dos possíveis cedentes /originadores. Nos termos da legislação em vigor apenas podem ceder créditos para titularização o Estado e demais pessoas colectivas de públicas, as instituições de crédito e sociedades financeiras, as empresas de seguros, os fundos de pensões e sociedades gestoras de fundos de pensões e ainda outras pessoas colectivas cujas contas dos últimos três anos de exercício tenham sido objecto de certificação legal por auditor registado na CMVM.

A actual proposta prevê um alargamento do catálogo das entidades autorizadas a ceder activos para titularização, abrindo a possibilidade de cessão por entidades tão diversas como organismos de investimento colectivo, fundos de investimento imobiliário, fundos de capital e risco e outras pessoas colectivas ou singulares que desenvolvam actividade há mais de um ano, eliminando-se, quanto a estas, a obrigatoriedade de certificação legal das contas, acima referida.

A ser aprovada a nova redacção, permitir-se-á, assim, que pequenas e médias empresas passem a poder participar em operações de titularização, recorrendo, porventura, a veículos comuns (as chamadas «*conduits*») que agreguem os créditos ou outros activos provenientes de diversos originado-

res os quais, por si só, não disporem da massa crítica suficiente para justificar uma operação autónoma. O novo diploma permitirá também que pessoas físicas possam ceder os seus activos para titularização, sendo esta faculdade particularmente relevante quando conciliada com a nova possibilidade de cessão de direitos de propriedade intelectual. O caso das «Bowie Bonds» já foi aqui referido, no entanto, muitos outros artistas optaram, no plano internacional, por recorrer a este meio de antecipação de receitas, entre eles James Brown, Rod Stuart e o grupo musical Iron Maiden.

O diploma que foi sujeito a consulta pública prevê ainda que deixe de ser obrigatória a celebração de um contrato de gestão dos créditos (ou dos outros activos), mesmo quando o originador revista a qualidade de instituição de crédito, sociedade financeira, empresa de seguros ou fundo de pensões. Todavia, no caso de não ser celebrado o referido contrato de gestão, nos termos do qual a entidade cedente fique obrigada a praticar, em nome e em representação da entidade cessionária, todos os actos que se revelem adequados à boa gestão dos activos ou dos respectivos riscos e garantias, a notificação dos devedores é necessária para que a cessão produza efeitos em relação a estes.

No caso de existir um contrato de gestão dos créditos ou outros activos, vem o novo projecto prever expressamente que, em caso de insolvência do gestor dos créditos, os montantes que estiverem na sua posse decorrentes de pagamentos relativos aos activos subjacentes não integram a massa insolvente, nem podem em caso algum ser penhorados ou judicialmente apreendidos, mesmo em caso de liquidação do gestor dos referidos activos, aspecto que enfatiza a natureza «*insolvency remote*» das estruturas de titularização portuguesas, pelo que merece nota positiva.

Reforço das medidas de segregação patrimonial

Ainda na mesma senda, propõe a CMVM o reforço das medidas tendentes a assegurar a segregação dos activos cedidos face ao património do cessionário ou de terceiros contratados para a gestão dos activos.

Afastam-se, assim, claramente da massa insolvente do originador todos e quaisquer montantes pagos no âmbito de activos cedidos para titularização anteriormente à insolvência e que apenas se vençam ou sejam devidos depois dela. Tal princípio será aplicável a todo o tipo de activos elegíveis.

No que respeita à titularização sintética, a CMVM inclui no projecto uma norma específica, de grande importância, prevendo que os activos e fluxos financeiros associados a esta modalidade de titularização não façam parte integrante da massa insolvente da entidade cedente, devendo ser adequadamente registados em contas segregadas na respectiva contabilidade. Em caso de dissolução e liquidação da entidade cedente, prevê ainda o diploma em análise que os fluxos financeiros segregados deverão ser separados da massa insolvente, tendo em vista a sua gestão autónoma, à semelhança do que sucede no regime das obrigações hipotecárias. A intervenção legislativa em matéria de titularização sintética, que poderia ter-se revelado desastrosa e limitativa da liberdade criativa dos operadores económicos, surge assim como benéfica, dando segurança à estrutura sem a privar da sua liberdade conformadora essencial.

Ampliação do âmbito de actividade das sociedades e fundos de titularização

O projecto de diploma apresentado prevê também a consagração da possibilidade de as sociedades de titularização de créditos se dedicarem a actividades diferentes da mera emissão de obrigações titularizadas, passando estas a poder gerir fundos de titularização de activos.

As sociedades e os fundos de titularização passam, ainda, nos termos da proposta, a poder emitir papel comercial sobre o património segregado ou sobre os fundos geridos.

A par destas alterações, complementando-as, vem o novo projecto de diploma propor que os titulares do papel comercial emitido pelas sociedades e pelos fundos de titularização beneficiem de um privilégio creditório especial, tendo preferência sobre quaisquer outros credores, designadamente, sobre os detentores das unidades de titularização de créditos, no caso de obrigações titularizadas ou de papel comercial emitido por um fundo de titularização de activos. Abrem-se assim novas possibilidades de estruturação das cascatas de pagamentos («*water-falls*»), características das operações de titularização, cujo real impacto carece ainda de análise mais detalhada.

Menos burocracia - simplificação do regime

Nos termos da proposta apresentada pela CMVM, as sociedades de titularização de activos continuarão a ser qualificadas como sociedades comerciais, não assumindo a natureza de sociedades financeiras

e estando o início de actividade das mesmas sujeito a registo prévio junto da CMVM.

Competirá ainda à CMVM a supervisão prudencial das sociedades de titularização (nomeadamente no que concerne à delimitação dos elementos aceites como fundos próprios).

A constituição de fundos de titularização de activos e a emissão de valores mobiliários tendo por base patrimónios segregados ficará também dependente de registo prévio na CMVM.

Eliminam-se, assim, as diferenças regulatórias que existiam entre as sociedades e os fundos de titularização, suprimindo-se também a necessidade de parecer do Banco de Portugal para a constituição daquelas e de registo comercial das emissões de papel comercial e obrigações titularizadas.

Por último, no caso de oferta pública de unidades de titularização ou obrigações titularizadas a mesma terá de ser registada apenas junto da CMVM.

Conclusão

A sucessão de alterações legislativas com impacto no regime da titularização em Portugal tem reflectido uma tendência geral de ampliação do espaço de conformação jurídica das operações, em linha com os desenvolvimentos recentes ocorridos no plano internacional.

É no quadro desta tendência, e da crescente maturidade do mercado português de titularização, que se insere a proposta objecto de análise, a qual se apresenta como inovadora e corajosa, alargando o espaço de liberdade dos agentes económicos e conferindo-lhes segurança acrescida em matéria de notação de risco das operações em áreas tradicionalmente problemáticas, como sejam a da segregação dos activos e a da protecção do veículo de titularização e da própria operação face a uma eventual insolvência dos demais intervenientes na transacção.

SOFIA LEITE BORGES
MARIANA CAPUCHO PEREIRA (*)

(*) Advogados da Área de Direito Comercial Bancário da Uría Menéndez (Lisboa).