

INSTITUTO DOS VALORES MOBILIÁRIOS

**DIREITO
DOS
VALORES MOBILIÁRIOS**

SEPARATA DO VOLUME VI



Coimbra Editora

2006

O MERCADO PORTUGUÊS DA TITULARIZAÇÃO DE CRÉDITOS: DIVERSIFICAÇÃO E MATURIDADE

PEDRO CASSIANO SANTOS

*Advogado Especialista em Direito Financeiro,
Vieira de Almeida & Associados — Sociedade de Advogados*

ANDRÉ FIGUEIREDO

Advogado, Vieira de Almeida & Associados — Sociedade de Advogados

SUMÁRIO: I. Introdução: O Actual Enquadramento da Titularização de Créditos: 1. A Titularização de Créditos em Portugal; 2. Enquadramento base; II. Diversificação dos Créditos Cedíveis Para Titularização: 1. Recentes alterações à Lei da Titularização; 2. Diversificação: questões pendentes: 2.1 Créditos sujeitos a condição; 2.2 Créditos Futuros; II. Eficácia da cessão de créditos para titularização: 1. Eficácia inter-partes; 2. Eficácia em relação aos devedores; 3. Eficácia em relação a terceiros; IV. Da Insolvência V. Diversificação dos veículos: a vez das Sociedades de Titularização de Créditos VI. Notas Finais.

I — Introdução: O Actual Enquadramento da Titularização de Créditos

1. A Titularização de Créditos em Portugal

Mais de cinco anos passados desde a introdução no ordenamento jurídico Português de um regime específico para a titularização de créditos, consagrado pelo Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de Novembro (doravante, a “Lei da Titularização”), e tendo-se assistido nos últimos anos ao desenvolvimento e solidificação deste segmento do mercado de capitais em Portugal, é altura de ensaiar um primeiro balanço daquilo que tem sido a implementação de operações de titularização de créditos ao abrigo da Lei da Titularização e, bem assim, de registar as evoluções jurídicas que

são inerentes à cristalização desta nova tecnologia, destacando aquelas que tem sido as mais importantes tendências e inovações registadas nesta área.

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 estruturalmente associados aos créditos por ele adquiridos. Estrutura elementar, mas eficaz, pelo menos para activos com estruturação simples — créditos pecuniários já existentes e deste que não garantidos por hipoteca. Assim não obstante a ausência de um enquadramento legal específico, com utilização desta “tecnologia” foram concretizadas, respectivamente em 1997 e 1999, a primeira operação de titularização de créditos originados em Portugal ⁽¹⁾ e a primeira operação Portuguesa com *rating* AAA ⁽²⁾, ambas ao abrigo do regime geral da cessão de créditos consagrado no Código Civil. Foi, portanto, já neste contexto que entrou em vigor em 1999 a Lei da Titularização, com o declarado objectivo de, então, criar condições favoráveis para o crescimento e solidificação em Portugal do mercado deste tipo de operações. Os aspectos inovadores e mais relevantes introduzidos pela Lei da Titularização passaram, entre outros, pela flexibilização do regime da cessão de créditos para efeitos de titularização, nomeadamente ao nível da eficácia da cessão e das exigências de forma ⁽³⁾, pela identificação clara e inequívoca das entidades autorizadas a ceder créditos para titularização ⁽⁴⁾, pela identificação dos critérios de elegibilidade dos créditos cedíveis para titularização ⁽⁵⁾ e pela criação de dois tipos diferentes de veículos de titularização: os Fundos de Titularização de Créditos e as Sociedades de Titularização de Créditos ⁽⁶⁾.

O propósito era claro: criar um enquadramento Português que permi-

(1) Os artigos citados sem referência ao respectivo diploma legal pertencem à Lei da Titularização.

(2) BMORE No. 1 Limited;

(3) Cfr., *inter alia*, artigos 6.º e 7.º

(4) Cfr. artigo 2.º

(5) Cfr. artigo 4.º

(6) Cfr. artigo 3.º

tisse 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.

Contudo, não obstante a entrada em vigor da Lei da Titularização ter constituído um importante marco no processo de expansão do mercado de titularização em Portugal, o certo é que alguns aspectos deste regime não asseguraram a flexibilidade e a segurança necessárias para a eficaz utilização deste instrumento financeiro da forma pretendida, facto que, aliás, é bem evidenciado pela circunstância de a montagem da primeira operação de titularização ao abrigo da nova Lei ter acontecido mais de dois anos após a sua entrada em vigor (sem prejuízo de, entretanto, a estrutura assente no Código Civil ter continuado a ser utilizada). Para tal contribuía, ainda, a ausência de um regime fiscal específico.

Neste contexto, o Decreto-Lei n.º 82/2002, de 5 de Abril, veio colmatar algumas das limitações da versão originária da Lei da Titularização, tendo para esse efeito introduzido alterações significativas ao quadro legal inicialmente traçado, designadamente ao nível dos requisitos de capitalização de ambos os veículos de titularização e da natureza e supervisão das sociedades de titularização de créditos, assim contribuindo para a definitiva dinamização do mercado da titularização de créditos Portugêses.

Adicionalmente, foram aprovados outros diplomas legais e regulamentares que vieram completar o enquadramento jurídico aplicável à titularização de créditos em Portugal e contribuir, decisivamente, para a popularidade que este tipo de operações ganhou no meio empresarial português e, em particular, no sector bancário e financeiro.

Neste contexto, são de destacar o Decreto-Lei n.º 219/2001, de 4 de Agosto, que aprovou o regime fiscal das operações de titularização de créditos e que teve como principal objectivo assegurar a neutralidade fiscal no tratamento das operações de titularização de créditos quando concretizadas por veículos de *securitização* constituídos em Portugal, e os diversos regulamentos aprovados pela CMVM, nomeadamente (i) o Regulamento n.º 1/2002, que estabeleceu as regras de contabilidade dos Fundos de Titularização de Créditos; (ii) o Regulamento n.º 2/2002, que veio regulamentar algumas regras relativas aos Fundos de Titularização de Créditos; e (iii) o Regulamento n.º 12/2002, que veio regulamentar determinados aspectos do regime das Sociedades de Titularização de Créditos.

De referir também que o conceito, quando aplicado por instituições financeiras na posição de originadores, passou entretanto também a ser

objecto de regulamentação ao nível do seu tratamento contabilístico e prudencial, sendo de destacar a fixação pelo Banco de Portugal, ao longo deste período, de regras especificamente aplicáveis à realização de operações de titularização de crédito por entidades sujeitas à sua supervisão.

Neste contexto, sem prejuízo de alguns aspectos em relação aos quais uma clarificação legislativa se mostraria ainda necessária, nomeadamente no sentido de eliminar algumas dúvidas suscitadas pela aplicação prática da Lei da Titularização e com vista ao alargamento da possibilidade de utilização do conceito para certos tipos de créditos públicos e para créditos que se encontram já em situação de incumprimento, pode dizer-se que ficaram então reunidas as condições para a definitiva implementação da titularização de créditos como um instrumento financeiro de grande utilidade para os agentes económicos ⁽⁷⁾.

Foi neste contexto que, depois da primeira operação ao abrigo do novo regime, e a primeira também que envolveu créditos hipotecários, ter sido concretizada em finais de 2001 ⁽⁸⁾, se assistiu em 2002, 2003 e 2004 a um progressivo aumento quer do número de operações realizadas, quer também do volume de activos *securitizados*. Por outro lado, assistiu-se a um gradual alargamento da utilização da titularização por entidades não pertencentes ao sector bancário e, conseqüentemente, à crescente diversificação dos activos titularizados, tendo nomeadamente sido realizada a primeira operação de titularização envolvendo activos não bancários ⁽⁹⁾. Paralelamente, foi constituída em 2003 a primeira Sociedade de Titularização de Créditos, criando-se assim a oportunidade para serem utilizadas novas estruturas na montagem de operações.

No final de 2003, foram introduzidas novas alterações ao regime aplicável à titularização de créditos. Assim, o Decreto-Lei n.º 303/2003, de 5 de Dezembro, veio alterar quer a Lei da Titularização, quer o Regime

Fiscal da Titularização. Por outro lado, entrou em vigor o Decreto-Lei n.º 103/2003, de 5 de Dezembro, que veio consagrar regras específicas para a titularização de créditos pelo Estado e pela Segurança Social (“Lei da Titularização do Estado e Segurança Social”). Na sequência destas alterações, foi então concretizada a emblemática e inovadora operação de titularização de créditos fiscais do Estado e da Segurança Social a qual, para além da sua relevância política e financeira, também do ponto de vista jurídico constituiu um marco significativo, tendo sido a primeira operação de titularização de créditos fiscais na Europa, a primeira a envolver um Representante Comum dos titulares das obrigações titularizadas e a primeira emissão directa de obrigações titularizadas sujeitas à lei portuguesa.

É assim num contexto de maturidade e desenvolvimento que se encontra actualmente o mercado da titularização de créditos em Portugal. Depois das 14 operações de titularização concretizadas no ano de 2003, realizaram-se outras 12 no ano de 2004, com entrada em cena de novos originadores, com intensificação do processo de diversificação dos activos *securitizados* e com a utilização definitiva dos dois tipos de veículos de titularização. Contudo, ou talvez por causa disso, não cessam de surgir no âmbito da implementação de operações de titularização de créditos novas questões e novos problemas jurídicos. Importa então proceder à análise de alguns dos temas, recentes ou não, que no nosso entender assumem importância fulcral no actual momento da titularização de créditos em Portugal, não só pela sua relevância jurídica, mas também porque revelam as mais recentes tendências e inovações decorrentes da aplicação prática da Lei da Titularização. É então isso que nos propomos fazer nas próximas páginas.

Começaremos por fixar alguns conceitos base e por apresentar a estrutura jurídica e contratual que tem sido utilizada nas operações concretizadas em Portugal, para que possamos analisar o processo de diversificação dos créditos que têm vindo a ser objecto de titularização, procurando, por um lado, identificar as virtudes e conseqüências das últimas alterações da Lei da Titularização e, por outro, assinalar algumas das questões ainda pendentes a este respeito. Seguidamente, procedemos a um levantamento daquelas que são as principais questões relativas à problemática da eficácia da cessão de créditos e que são habitualmente suscitadas no contexto prático da estruturação de operações de titularização. A final, e depois de algumas considerações a respeito do tratamento da insolvência no âmbito da Lei da Titularização, será igualmente analisado o fenó-

⁽⁷⁾ Existem, não obstante, inúmeras soluções que poderiam contribuir igualmente para a dinamização do mercado de titularização português, mas cuja admissibilidade carece, contudo, de intervenção legislativa. Pense-se, por exemplo, na questão da admissibilidade do *Trust*, ou, mais relevante ainda, da possibilidade (recentemente admitida na pela lei da titularização francesa) de os fundos de titularização de créditos emitirem títulos de dívida, mecanismo que, no contexto das operações actualmente montadas em Portugal que envolvem fundos de titularização de créditos ao abrigo da Lei da Titularização, poderia evitar o frequente recurso à intermediação do *SPV* irlandês.

⁽⁸⁾ *Magellan Mortgages No. 1 plc.*

⁽⁹⁾ *Galp Investment plc.*

meno de diversificação dos veículos de titularização, procurando salientat aquelas que, em nosso entender, constituem as principais razões que permitiram a utilização de sociedades de titularização de créditos na estruturação de operações desta natureza, tendo designadamente presente que se tratam de sociedades comerciais, constituídas sob a forma de sociedades anónimas, e que se encontram sujeitas às regras comuns aplicáveis à generalidade das restantes sociedades portuguesas, designadamente em matéria de insolvência.

2. Enquadramento base

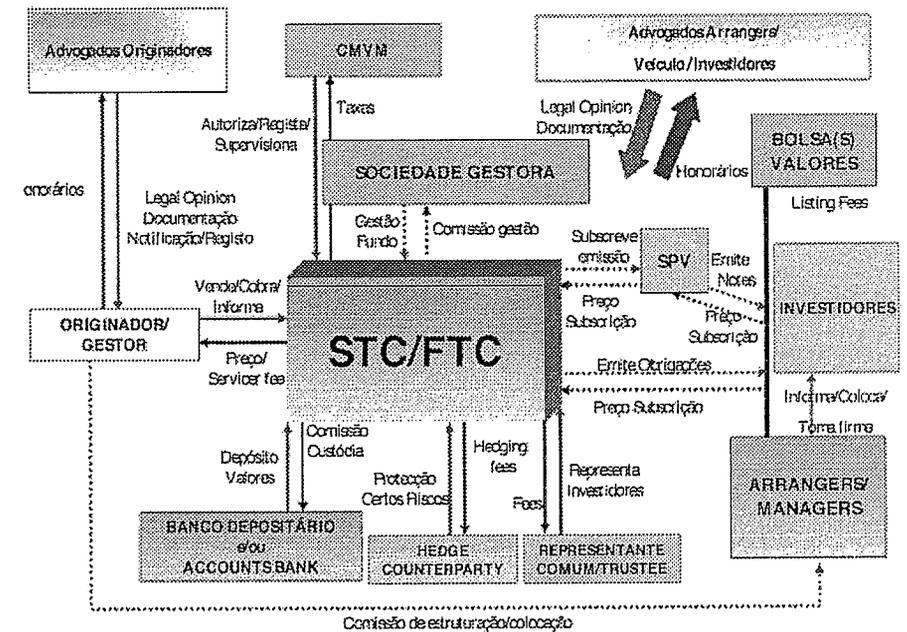
Ao nível conceptual, pensamos que importará começar por fixar aquelas que nos parecem ser as características necessárias para a implementação deste tipo de operações, as quais consistem: (i) na separação, por “venda” completa e definitiva, de um conjunto de activos (*maxime* de créditos) pertencentes a determinada entidade (“originador”); (ii) essa alienação é efectuada contra pagamento de um preço financiado pela emissão nos mercados de capitais de dívida representada por valores transmissíveis, cujo cumprimento permanece associado à prestação dos activos financiados no decurso da vida da operação; (iii) uma vez efectuada a alienação dos activos financiados, os mesmos podem continuar (e usualmente continuam) a ser geridos pela entidade originadora, que assume funções de gestor (*Servicer*) dos activos cedidos, ao abrigo de um esquema desenhado a partir de um mandato, até à verificação de determinados eventos que implicam o seu afastamento.

Com vista a assegurar a completa separação patrimonial face ao originador, e também face ao gestor dos créditos, por um lado, mas também em relação às demais operações semelhantes e a outros passivos eventuais que possam existir ao nível do veículo de titularização de créditos, é necessário que o acervo patrimonial correspondente a cada emissão (i) se encontre completamente isolado de quaisquer outros passivos pelos quais pudesse hipoteticamente responder (“*ring fencing of the assets*”), e (ii) seja integralmente dedicado ao serviço da dívida (“*cash dedicated*”) em fórmula que não seja susceptível de ser prejudicada em caso de ocorrência de falência, insolvência ou figura equivalente de qualquer dos intervenientes na operação (“*bankruptcy remoteness*”).

Da capacidade de assegurar a verificação destas características de base nos distintos cenários de risco inerentes a cada uma das operações (e ao longo de todo o período da respectiva duração), depende o sucesso

na respectiva implementação e a obtenção da notação de risco correspondente. É em torno da reunião destas características que se desenvolve então o trabalho de estruturação das operações de titularização de créditos, sendo que cada vínculo ou relação contratual e até a intervenção dos vários participantes nas operações, se justifica com o propósito de conferir ou incrementar o grau de segurança na verificação destas características.

Tendo por base a experiência adquirida ao longo destes anos de crescimento da titularização de créditos em Portugal, procuramos esquematizar em baixo os contratos e documentos tipicamente associados a uma operação de titularização de créditos, as diversas entidades habitualmente intervenientes neste tipo de operações, bem como as funções que por elas são desempenhadas no contexto das operações e os fluxos financeiros que lhes correspondem:



Nota:

- a) A sociedade Gestora apenas intervém nas estruturas concretizadas através de Fundos de Titularização de Créditos ou FTC, correspondendo afinal ao subtrato orgânico das Sociedades de Titularização de Créditos ou STC, nas estruturas concretizadas com intervenção das mesmas.

- b) A intervenção de um *Single Purpose Vehicle* ou SPV, que tem sido característica nas operações concretizadas a partir de Portugal, corresponde a uma conveniência de mercado e de estruturação da operação, não nos parecendo juridicamente indispensável.

II — Diversificação dos créditos cedíveis para titularização

De acordo com o regime jurídico actualmente vigente em Portugal, nem todos os créditos (ou posições activas em determinadas relações contratuais) podem ser cedidos para efeitos de titularização. Com efeito, não se bastando com os requisitos de natureza objectiva previstos no regime geral da cessão de créditos consagrado no Código Civil ⁽¹⁰⁾, e tendo fundamentalmente em conta os interesses específicos que importa tutelar no contexto da montagem de operações de titularização, a Lei da Titularização consagrou, desde o início da sua vigência, um conjunto de requisitos cumulativos, constantes do artigo 4.º da Lei da Titularização ⁽¹¹⁾, de verificação necessária para a qualificação de um determinado crédito como *cedível* para titularização.

Contudo, o progressivo desenvolvimento do mercado dos valores mobiliários com prestação associada a determinados activos (*asset backed securities*), aliado ao objectivo assumido pelos agentes do mercado de assegurar cada vez maior flexibilização na fixação dos critérios de elegibilidade dos activos colocam hoje em questão a determinação dos créditos (e até de outros tipos de activos) cedíveis para titularização na ordem do dia. Nesse sentido, importa a nosso ver analisar esta questão sob uma dupla perspectiva: por um lado, olhar para as alterações introduzidas na Lei da Titularização pelo já referido Decreto-Lei n.º 303/2003, de 5 de Dezembro, que directamente alteraram o enquadramento jurídico

⁽¹⁰⁾ Nomeadamente, a inexistência de proibição de transmissão do crédito (art. 577.º), que o crédito não seja, “pela própria natureza da prestação, ligado à pessoa do credor” (art. 577.º) ou a proibição de créditos litigiosos (art. 578.º)

⁽¹¹⁾ Nos termos do artigo 4.º, na redacção presentemente em vigor, são susceptíveis de ser cedidos no âmbito de uma operação de titularização, os créditos em relação aos quais se verifiquem, simultaneamente, os seguintes requisitos (i) cuja transmissibilidade não se encontre sujeita a restrições de natureza legal ou contratual; (ii) que revistam natureza pecuniária; (iii) que não se encontrem sujeitos a condição; e (iv) que não sejam créditos litigiosos, não se encontrando, nomeadamente, dados em garantia, judicialmente penhorados ou apreendidos.

dos referidos critérios de elegibilidade; por outro, salientar outros temas e problemas jurídicos que, não obstante a sua inequívoca relevância prática, não encontram ainda uma resposta directa e inequívoca na Lei da Titularização.

1. Recentes alterações à Lei da Titularização

Cumprir começar por salientar o importante alargamento do regime constante da Lei da Titularização a operações que envolvam outros activos que não apenas créditos ⁽¹²⁾. Com efeito, na sequência da alteração introduzida pelo Decreto-Lei n.º 303/2003, de 5 de Dezembro, ficou aberta a porta à estruturação de operações de titularização envolvendo, por exemplo, conjuntos patrimoniais de activos correspondendo a valores mobiliários de vários tipos, activos fixos com susceptibilidade de geração continuada de receitas, etc., tornando possível a implementação no mercado Português de operações que têm vindo a ser desenvolvidas nos mercados financeiros internacionais. Espera-se agora que a CMVM venha definir, por regulamento, as regras necessárias para a concretização desse tipo de operações, já que o legislador admitiu o princípio mas endossou competência para a respectiva regulamentação para aquela Comissão.

Outra alteração de particular relevo consistiu na eliminação da proibição de cessão de créditos vencidos para titularização. Com efeito, desde o início de vigência da Lei da Titularização e até à referida alteração, constituía requisito de elegibilidade de um determinado crédito a circunstância de o mesmo não se encontrar, à data da cessão, já vencido. Tal restrição foi justificada com a preocupação de assegurar a “qualidade” dos créditos a titularizar, tendo por base a ideia de que se o crédito em causa se encontra já vencido (e, naturalmente, ainda não liquidado), existirá necessariamente mora imputável ao respectivo devedor, circunstância que revela, em regra, a dificuldade de cobrança do referido crédito. Ora, constituindo o crédito o activo subjacente dos valores mobiliários emitidos no âmbito da operação de titularização em causa, e considerando que da dificuldade da sua cobrança resultará, inevitavelmente, um potencial risco de incumprimento para os investidores adquirentes desses valores mobiliários, a Lei da Titularização, em nome da segurança e eficiência dessa ope-

⁽¹²⁾ Nos termos do novo n.º 3 do artigo 1.º, introduzido pelo Decreto-Lei n.º 303/2003, de 5 de Dezembro.

ração, proibia inicialmente a cessão de “*maus créditos... porque incobráveis*” (13).

Não obstante a aparente pertinência da argumentação aduzida, entendemos ter-se tratado de uma alteração legislativa altamente benéfica, não só por ter terminado com alguma incerteza jurídica que a interpretação do conceito do conceito de créditos vencidos suscitava (14), mas essencialmente porque, conferindo maior flexibilidade na constituição dos *portfolios* de activos a titularizar, veio de encontro àquilo que era o interesse dos vários agentes deste segmento do mercado de capitais. Com efeito, entendemos que a qualidade da carteira dos créditos a titularizar constitui algo que, pela sua natureza, deve ser verificado e avaliado pelos vários intervenientes da operação e, em particular, pelos investidores, tendo para isso em consideração a informação disponibilizada pelo emitente e, adicionalmente, o *rating* atribuído à respectiva emissão.

Por outro lado, importa considerar que a tutela dos investidores pode ser reforçada mediante a constituição (aliás habitual) de fundos de reserva que garantem liquidez no caso de tais créditos não serem efectivamente pagos, ou da instituição de políticas de protecção (ou “*hedging*”) da carteira através da contratação de medidas de cobertura de certos riscos a que a carteira se encontra exposta.

Nessa medida, entendemos que a revogação desta restrição revela mais uma prova de confiança do legislador na maturidade do mercado da

(13) Calvão da Silva, *Titularização de Créditos*, 2.^a ed., Almedina, Coimbra, pág. 83.

(14) Tendo como pressuposto inequívoco que na generalidade das operações de titularização os créditos objecto de cessão são créditos cujo cumprimento é efectuado mediante pagamento em várias prestações, a questão que então se colocava era a de saber se o atraso numa só dessas prestações determinaria, por força do disposto no artigo 781.º do Código Civil, o vencimento automático do crédito — tornando-o, nessa medida, insusceptível de integrar um *portfolio* de créditos cedidos no âmbito de uma operação de titularização de créditos — ou se, ao invés, para que tal vencimento sucedesse era ainda necessário a interpelação pelo respectivo credor. Acompanhando a melhor doutrina civilística na interpretação do referido preceito do Código Civil, era nosso entendimento que, rejeitando um vencimento *ope legis* das obrigações de devedores, o crédito dever-se-ia considerar vencido apenas quando, num contexto de simples mora do devedor, o respectivo credor exigisse o cumprimento integral das obrigações em causa. Neste sentido, constituíam argumentos essenciais (i) o princípio de que, em regra, a mora do devedor depende de prévia interpelação do credor, e (ii) a necessidade de tutelar o interesse do credor, não lhe impondo o vencimento automático *ope legis* quando tal pode não lhe ser benéfico. Em sentido aparentemente oposto, Manuel Monteiro, *O Novo Regime da Titularização de Créditos* “Titularização de Créditos”, Inst. D.¹⁰ Bancário, pág. 199.

titularização de créditos em Portugal, que vem, adicionalmente, contribuir para um ambiente jurídico de maior flexibilidade. De qualquer maneira, fica sempre salvaguardada a possibilidade (também ela, aliás, habitual) de consagrar contratualmente requisitos adicionais relacionados com a performance dos créditos, afastando, nomeadamente, a possibilidade de integrar na operação créditos com prestações em atraso ou que se encontrem em situação pré-contenciosa.

Também no âmbito dos créditos litigiosos se registaram alterações. Este tipo de créditos (15), juntamente com aqueles que, mesmo não judicialmente contestados, tenham sido dados em garantia, penhorados ou apreendidos, não são considerados susceptíveis de integrar um *portfolio* a titularizar (art. 4.º, n.º 1, al. e)). A ideia subjacente a este requisito é, mais uma vez, a de que créditos que, por algum motivo, se encontrem envolvidos em contencioso ou que se encontrem por qualquer motivo onerados consubstanciam *maus créditos*, uma vez que a sua cobrança pode envolver um risco efectivo, colocando em risco os interesses patrimoniais dos titulares dos valores mobiliários emitidos no âmbito da operação de titularização em causa.

Contudo, foi aberta neste âmbito uma relevante porta de acesso ao mercado no sentido em que se permite desde logo que o Estado e a Segurança Social cedam créditos litigiosos. Assim, nos termos do artigo 4.º, n.º 3, e do artigo 2.º, n.º 1, da Lei da Titularização do Estado e da Segurança Social, podem o Estado e a Segurança Social ceder para titularização créditos litigiosos, podendo mesmo o cedente não garantir a existência e exigibilidade dos mesmos, que dependem do resultado final do respectivo processo litigioso.

Igualmente ao abrigo desta necessidade de protecção dos investidores e do próprio mercado, deve considerar-se admissível a prática

(15) É o próprio Código Civil que, no artigo 579.º, n.º 3, estabelece uma definição de créditos litigiosos, determinando que reveste tal natureza o crédito *que tiver sido contestado em juízo contencioso, ainda que arbitral, por qualquer interessado*. A este respeito, uma interessante questão prende-se com a possibilidade de as excepções à transmissibilidade de créditos litigiosos constantes do artigo 581.º do Código Civil poderem ser aplicáveis no âmbito de uma cessão de créditos para titularização. A resposta deve, contudo, ser negativa, atendendo à necessidade de tutelar a posição dos investidores que adquirem os valores mobiliários emitidos no âmbito de operações de titularização de crédito, tutela essa que passa necessariamente por garantir que os créditos que constituem o conjunto de activos subjacentes à respectiva emissão de valores mobiliários asseguram a necessária liquidez para pagar os rendimentos devidos aos referidos investidores.

que se tem verificado no âmbito de operações de titularização desenvolvidas com originadores portugueses (à semelhança, aliás, do que sucede noutros ordenamentos) de extensão ou alargamento deste conceito de créditos litigiosos por via contratual, considerando-se apenas elegíveis para integrar o *portfolio* a *securitizar* os créditos que apresentem uma performance regular ⁽¹⁶⁾. Não colide com o regime consagrado na Lei da Titularização a consagração, por via contratual, de requisitos de elegibilidade adicionais relacionados com a performance dos créditos, afastando-se, nomeadamente, a possibilidade de cessão de créditos em fase pré-contenciosa ou créditos que apresentem determinadas características de risco mais acentuadas. Trata-se, ao invés, de uma prática que tem a virtualidade de, simultaneamente, tutelar os interesses dos investidores, porque assegura a existência de um *portfolio cumpridor* (garantindo os fluxos financeiros necessários e a liquidez para cumprir as obrigações perante esses investidores) e uma operação mais vantajosa do ponto de vista financeiro (nomeadamente para o originador), podendo contribuir de forma significativa para a atribuição, pelas agências de notação de risco, de *rating* máximo à tranche sénior dos valores mobiliários emitidos, com o conseqüente reflexo que tal *rating* pode ter no preço de comercialização desses valores mobiliários.

2. Diversificação: questões pendentes

Não obstante as importantes alterações introduzidas, o certo é que outros aspectos do regime vigente continuam a suscitar significativas dúvidas interpretativas. Tal sucede, em particular, com os créditos sujeitos a condição e com os créditos futuros. É a eles que dedicaremos as próximas palavras.

2.1. Créditos sujeitos a condição

A ideia subjacente à proibição da cessão de créditos sujeitos a condição ⁽¹⁷⁾ é evidente: entende-se que a circunstância de a efectiva verificação dos créditos se encontrar sujeita a um evento futuro e incerto, exis-

⁽¹⁶⁾ Na gíria financeira, a prática de "cherry picking" (escolha dos melhores activos a titularizar, deixando no originador apenas activos de pior qualidade).

tindo o risco de tal crédito acabar por não surgir na esfera do potencial credor, é incompatível com a exigência de que, em cada operação de titularização, o *portfolio securitizado* assegure os fluxos financeiros necessários para pagar, de forma pontual, os rendimentos devidos aos investidores adquirentes dos valores mobiliários emitidos ⁽¹⁸⁾. Em síntese, considera-se a sujeição do crédito a condição como *um factor de incerteza, de efeitos perturbadores e profundamente negativos para a operação* ⁽¹⁹⁾.

Neste contexto, tendo em conta o potencial para a montagem de operações de titularização que revestem os activos emergentes de contratos de concessão de crédito ao consumo (nomeadamente para aquisição de determinados activos de uso mais corrente e de automóveis e barcos), a questão essencial a tratar é a da possibilidade, à luz do regime do artigo 4.º, de integrar num *portfolio* a *securitizar* o valor residual resultante de contratos de *leasing* ou locação financeira ⁽²⁰⁾. Com efeito, mesmo tendo presente que em operações de titularização de créditos que envolveram crédito ao consumo e que foram concretizadas a partir de outras jurisdições foi aceite a inclusão na carteira a *securitizar* do respectivo valor residual, importa procurar determinar se tal valor/activo é ou não susceptível de ser cedido para efeitos de titularização, tendo em consideração, por um lado, a proibição expressa de cessão de créditos condicionais constante do artigo 4.º, n.º 1, al. c), e, por outro, que qualquer solução a dar a esta

⁽¹⁷⁾ Artigo 4.º, n.º 1, al. c).

⁽¹⁸⁾ Neste sentido, Diogo Leite de Campos e Manuel Monteiro, *Titularização de Créditos*, Almedina, Coimbra, pág. 21.

⁽¹⁹⁾ Calvão da Silva, *Titularização de Créditos*, cit., pág. 83.

⁽²⁰⁾ De um ponto de vista prático, a questão formula-se da seguinte forma: no âmbito de um contrato de *leasing* ou de locação financeira de um determinado bem, cabe ao locatário, depois de, durante a vida do contrato, ter pago um total de (por exemplo) 900, em 9 prestações, a opção de, no termo do contrato, adquirir por 100 o objecto locado. Caso o locatário exerça essa opção, a titularidade do bem passa a pertencer-lhe, mediante o pagamento da contra-prestação devida. No caso de o locatário não exercer esta opção, a titularidade do bem locado permanecerá no locador, que terá, então, o direito de dispor livremente do objecto em causa. A questão que se coloca, face ao teor da alínea c) do n.º 1 do artigo 4.º é assim a que se saber se poderá este valor residual de 100 ser cedido para efeitos de titularização, em data anterior ao termo do contrato de *leasing*/locação financeira e, nessa medida, em data anterior ao exercício ou não, pelo locatário, da opção de aquisição do objecto locado e do conseqüente pagamento do respectivo preço/valor residual. O problema surge porque, na verdade, o crédito relativo ao valor residual resultante de um contrato de *leasing* ou de locação financeira consubstancia, antes do termo, um crédito sujeito a condição suspensiva: o exercício ou não, pelo locatário, da opção de compra.

questão terá, necessariamente, de respeitar a preocupação de tutela dos interesses patrimoniais dos investidores.

Um primeiro dado que nos parece ser de grande relevância para a análise desta questão consiste no facto, incontestável, de o activo de onde resulta o valor residual — o bem locado — consubstanciar um bem real e efectivo, que se encontra na esfera jurídica e patrimonial do locador/cedente. Ou seja, é condicional o exercício da opção pelo devedor, mas não é já condicional a existência do activo de cuja venda resultará, a final, o valor residual. Ora, não sendo só por si susceptível de resolver a questão em análise, este dado inequívoco confere desde logo alguma segurança a respeito da verificação, na esfera jurídica e patrimonial do locador/cedente, do valor residual resultante da alienação desse bem (quer essa alienação ocorra por exercício da opção conferida ao locatário nos contratos desta natureza, quer ocorra por qualquer outro processo).

Adicionalmente, podemos vislumbrar na situação em análise uma inequívoca analogia com aquelas situações em que, apesar de a existência de determinado crédito se encontrar sujeita à ocorrência de um evento futuro e incerto, o certo é que a verificação de tal evento depende da vontade das partes: do credor e/ou do devedor. Está-se, no fundo, a importar para esta discussão a distinção civilística fundamental entre *condições causais* e *condições potestativas* ⁽²¹⁾, conforme o evento incerto de que dependem se traduza num facto alheio aos participantes ou, pelo contrário, emergja da vontade de um deles ou, mesmo, de ambos. Neste último caso, é atribuído a uma das partes ou a ambas o direito potestativo de deter ou de desencadear a eficácia do negócio, consoante a condição em causa seja resolutiva ou suspensiva ⁽²²⁾.

Deve, assim, à luz da proibição constante da alínea c) do artigo 4.º, n.º 1 questionar-se qual a solução a dar à situação em análise, tendo presente que (i) não só a ocorrência do evento condicionante do crédito depende da vontade das partes, como (ii) o bem/activo de onde resultara o crédito/valor residual a ceder consta efectivamente do património de uma das partes (do locador/cedente). Ora, é nossa opinião que, verificadas estas circunstâncias, não parece justificar-se a proibição de cessão para titulari-

zação, exactamente porque a tutela dos investidores e da sua posição patrimonial pode ser atingida de forma absolutamente eficaz, garantindo-se em qualquer circunstância a existência dos fluxos financeiros necessários para pagar os rendimentos devidos a esses investidores.

Acresce que a eficaz tutela dos investidores pode ser ainda alcançada mediante a implementação de diversos outros mecanismos contratuais. Pode ser imposta ao cedente/locador a obrigação de, no caso de o devedor não exercer a opção de compra — dando origem, por sua iniciativa, ao crédito —, este proceder à alienação do bem em causa, dentro de determinados requisitos e parâmetros, assim assegurando a existência, a favor do cessionário, do valor residual (algo que, reitera-se, é permitido exactamente porque, como acima referido, o bem consta da esfera patrimonial do cedente). Por outro lado, será ainda possível impor ao cedente/originador a constituição de fundos de reserva que garantam liquidez na hipótese — na maioria das vezes remota — de o cedente/originador não conseguir alienar o bem em causa a terceiros. Tal reforço da tutela da posição dos investidores poderia ainda a nosso ver ser conseguida através da previsão, no âmbito do contrato de cessão de créditos a celebrar entre cedente/originador e o veículo de titularização — e considerando, mais uma vez, a possibilidade que as partes têm de dispor do activo em causa (o bem locado) — da transmissão, a favor do cessionário/veículo de titularização, a título de garantia e apenas no termo do contrato de leasing/locação financeira em causa, do título de propriedade sobre o bem locado. Ou seja, prever-se-ia desde logo a transmissão para o cessionário da titularidade do bem locado, mas sujeita a condição suspensiva: o bem passa apenas para a titularidade do veículo de titularização no final do contrato de leasing/locação financeira, e apenas se o locatário não exercer a opção de compra ⁽²³⁾ ou se de outra forma e de acordo com os parâmetros acordados o bem não tivesse sido alienado.

Face ao exposto, considerando a possibilidade de, por via contratual, assegurar a existência, a favor do cessionário, dos fluxos financeiros respeitantes ao valor residual (possibilidade esta que, reitera-se, decorre da disponibilidade que o cedente tem em relação ao bem locado logo desde o

⁽²¹⁾ Menezes Cordeiro, *Tratado de Direito Civil Português* I, Parte Geral, 2.ª ed., Almedina, Coimbra, pág. 511.

⁽²²⁾ Menezes Cordeiro, *Tratado de Direito Civil Português* I, Parte Geral, cit., pág. 511;

⁽²³⁾ Esta solução apresenta, contudo, um problema incontornável quando estejam em causa bens imóveis, uma vez que a transmissão a favor do veículo de titularização daria origem à obrigação de pagamento de Imposto sobre Transmissões Onerosas de Imóveis, salvo se para o mesmo fosse criado mecanismo de isenção que nos parece de resto plenamente justificado.

momento da contratação), entendemos dever admitir-se a cessão para efeitos de titularização, do valor residual dos bens em causa, mesmo que o crédito que lhes corresponde se encontre ainda dependente da futura alienação desses mesmos bens. Isto porque, pelas razões acima expostas, esta posição não é a nosso ver incompatível com a necessidade de garantir a tutela dos interesses patrimoniais dos investidores, sendo possível garantir por via contratual a existência da liquidez necessária para garantir o reembolso dos valores mobiliários emitidos.

2.2. Créditos Futuros

No actual contexto de progressiva diversificação dos créditos objecto de titularização, a atenção do mercado vai-se centrando cada vez mais nos créditos futuros, cujo potencial para integrar *portfolios* de créditos cedidos para titularização não foi ainda devidamente aproveitado.

Importa começar por salientar que a possibilidade de cessão de créditos futuros ⁽²⁴⁾ não constitui uma excepção ou particularidade do regime da cessão de créditos consagrado na Lei da Titularização. Com efeito, a transmissibilidade de créditos futuros decorre dos princípios gerais da autonomia privada e liberdade contratual e é, em geral, admitida no artigo 299.º do Código Civil ⁽²⁵⁾ — *prestação de coisa futura* —, para além de estar ainda consagrada na lei a possibilidade de venda de bens futuros, nos termos do artigo 880.º do Código Civil. Assim, como bem salienta Calvão da Silva, o n.º 2 do artigo 4.º da Lei da Titularização, mais do que estipular a admissibilidade de cessão de créditos futuros no âmbito de operações de titularização, veio estabelecer os pressupostos e requisitos que tal cessão deve respeitar ⁽²⁶⁾.

Assim, no contexto de operações de titularização realizadas ao abrigo da Lei da Titularização de Créditos, são susceptíveis de ser cedidos créditos futuros que, simultaneamente, (i) *resultem de relações jurídicas constituídas* e (ii) *tenham um montante conhecido ou estimável*.

⁽²⁴⁾ De acordo com doutrina civilística assente, são créditos futuros aqueles que, no momento em que é celebrado o contrato de cessão, não existem ainda na esfera jurídica e patrimonial do cedente mas que, em virtude da relação contratual existente entre o (futuro) credor e o (futuro) devedor e de acordo com as regras da experiência, acabarão por surgir num momento posterior. Ou seja, são créditos que ao tempo da cessão não estão na titularidade do cedente mas que venham a originar-se *prorata temporis*.

⁽²⁵⁾ Sempre que a lei não o proíba (cfr. artigo 399.º);

⁽²⁶⁾ Calvão da Silva, *Titularização de Créditos*, cit., pág. 86.

Para efeitos de titularização, um crédito será estimável sempre que, de acordo com critérios necessariamente objectivos e com base em análises sustentadas e credíveis (nomeadamente com base em registos do histórico dos créditos em causa, em registos de situações análogas anteriormente verificadas, ou em estudos previsionais), se possa prever o montante que irá integrar a esfera patrimonial do cedente. Sem prejuízo da complexidade prática e técnica que pode implicar a previsão do montante de créditos futuros para efeitos da sua integração numa carteira de bens a *securitizar*, complexidade acrescida da responsabilidade inerente à circunstância de tais créditos futuros constituírem o activo subjacente a uma emissão de valores mobiliários, não parece ser este o requisito cuja densificação jurídica suscita mais dúvidas. Com efeito, estamos aqui no âmbito da determinabilidade da prestação futura ⁽²⁷⁾, que dependerá essencialmente das características específicas dos créditos em causa, das relações contratuais de onde eles emergem e, ainda, da actividade económica subjacente aos créditos. Essencial é, assim, que de acordo com critérios objectivos e credíveis se chegue a um montante que, com alto grau de probabilidade, corresponda ao efectivo montante dos créditos futuros, aquando da sua efectiva verificação ⁽²⁸⁾.

Mais complexa se afigura, contudo, a concretização do que sejam créditos *emergentes de relações jurídicas já constituídas* para efeitos do n.º 2 do artigo 4.º da Lei da Titularização.

⁽²⁷⁾ Devendo, assim, ser respeitado o estipulado no artigo 400.º do Código Civil, sob pena da nulidade da cessão (cfr. artigo 280.º, n.º 1, do Código Civil).

⁽²⁸⁾ Importa, de qualquer forma, chamar a atenção para o papel que as agências de notação de risco de crédito desempenham com relação a esta questão, enquanto aferidoras do nível de risco admitido para cada conjunto de activos objecto de uma determinada emissão. Por outro lado destacamos ainda o controle que a CMVM deverá desempenhar no momento da aprovação da constituição de um fundo de titularização de créditos adquirente de créditos futuros, competindo-lhe, de forma a salvaguardar os interesses patrimoniais dos titulares das unidades de titularização emitidas, assegurar que a estimativa dos valores dos créditos futuros a adquirir — e que vão servir de suporte à emissão das unidades de titularização — se processou de forma objectiva, credível e sustentada. Neste contexto, e seja no que respeita à função das agências de notação de risco de crédito, seja no que respeita às funções da CMVM, pensamos que assume particular relevância a informação que obrigatoriamente deverá ser prestada aos investidores (nomeadamente no prospecto de emissão das unidades de titularização a e/ou no requerimento de gestão do fundo que lhes corresponde) análise efectuada tendo em vista estimar o valor dos créditos futuros a ceder e relativamente à própria actividade industrial/comercial/financeira do originador subjacente ao surgimento dos créditos.

Uma primeira questão que a este respeito pode ser colocada é a de se saber se é apenas emergente de *relação jurídica já constituída* o crédito que resulte de uma relação contratual existente entre credor e devedor ao tempo da cessão. Por outro lado, e procurando ir mais longe, pode igualmente questionar-se se apenas se considera crédito resultante de *relação jurídica já constituída* aquela que decorre directamente da relação contratual estabelecida entre credor/devedor, ou se, ao invés, uma outra relação contratual estabelecida entre credor e outra entidade — relação esta de onde, naturalmente, emergirá a relação entre futuro credor e futuro devedor — pode originar créditos susceptíveis de ser cedidos para titularização.

Pelas razões de seguida expostas, consideramos que deve ser sustentada uma interpretação ampla e abrangente do conceito de *relação jurídica constituída* constante do n.º 2 do artigo 4.º da Lei da Titularização.

A respeito da primeira questão, entendemos não parecer existir razão para restringir a possibilidade de cessão de créditos resultantes de relações contratuais duradouras⁽²⁹⁾, desde que, atentas as características específicas do caso concreto, exista uma relação jurídica que suporte, com a segurança mínima, o surgimento da relação contratual da qual resultará o crédito futuro objecto da cessão. Pense-se na situação de uma empresa fornecedora de produtos energéticos, que celebra, para cada fornecimento concreto, um contrato específico, sendo que, contudo, mantém uma *relação comercial* estável e duradoura com os seus diversos clientes, sendo por isso expectável que, por tempo indeterminado, lhes continue a efectuar fornecimentos vários. Neste caso, e desde que, naturalmente, se consiga prever de forma criteriosa os montantes dos créditos futuros em causa, não parece haver motivo para invocar que, apesar de apenas serem celebrados contratos para cada fornecimento concreto, não existe uma verdadeira *relação constituída*.

Assim, o que a nosso ver se afigura necessário para que, numa dada situação, se admita a existência de uma *relação constituída* e se admita a cessão dos respectivos créditos futuros para titularização é a verificação de uma relação comercial ou financeira estável e recorrente entre credor e devedor, que, em princípio e com segurança, dê lugar à celebração dos contratos de onde resultarão os créditos a ceder⁽³⁰⁾. E que, naturalmente,

⁽²⁹⁾ Algo que, de resto, não resulta sequer da letra da lei.

⁽³⁰⁾ No mesmo sentido, Manuel Monteiro, *O recente regime português da Titularização de Créditos*, cit., pág. 202.

seja susceptível de ser estimada com o nível de objectividade e transparência exigidos para uma operação deste género. Em síntese, para que nestes casos em que não existe ainda contrato celebrado entre credor e devedor se considere que os requisitos do artigo 4.º, n.º 2 se encontram verificados, deve ser eliminada a incerteza quanto à efectiva celebração do contrato que dará origem ao crédito cedido⁽³¹⁾.

Mais complexa é, contudo, a segunda questão enunciada. Consideramos, de qualquer forma, que também aí se deverá admitir uma interpretação ampla do conceito de *relação jurídica constituída*, admitindo-se, nessa medida, a possibilidade de, verificados determinados requisitos, qualificar esse créditos futuros como elegíveis para efeitos de titularização. Vejamos então.

Mais uma vez o critério para sustentar a admissibilidade da cessão para titularização deverá ser o de procurar eliminar a incerteza quanto à efectiva verificação da relação contratual entre credor e devedor, da qual, resultará o crédito futuro a ceder. Assim, se existir uma determinada relação entre um (futuro) credor e uma terceira entidade que, atentas as suas específicas características, dará origem, com alto grau de segurança e probabilidade, a uma relação creditícia entre (futuro) credor e (futuro) devedor, nenhuma razão há para, à luz do artigo 4.º, n.º 2, recusar a susceptibilidade de cessão para efeitos de titularização dos créditos futuros daí resultantes⁽³²⁾.

⁽³¹⁾ Refira-se que esta possibilidade de ceder créditos futuros originados por relações contratuais ainda não existentes pode revestir particular interesse para aqueles cedentes/originadores que, em virtude das características específicas da actividade que desenvolvem, são detentores de créditos que, podendo envolvendo montantes significativos, têm prazos de maturidade relativamente curtos. Assim, ao admitir-se a cessão para titularização de créditos futuros resultantes de contratos ainda não celebrados (desde que, naturalmente, verificados os requisitos acima expostos), permite-se ao originador/cedente *construir* um *portfolio* mais volumoso, o que contribuirá para a montagem de uma operação de titularização envolvendo montantes mais elevados, mais vantajosa e proveitosa de um ponto de vista financeiro.

⁽³²⁾ No mesmo sentido, Manuel Monteiro, *O recente regime português da Titularização de Créditos*, cit., pág. 201. A relação constituída poderá ser, na interpretação que sustentamos, não aquela da qual em rigor, emerge o próprio crédito a ceder — por exemplo, a prestação de um serviço — mas sim uma outra da qual resulta, para o cedente, com um mínimo de segurança a possibilidade de constituição daquelas outras relações jurídicas. Para Diogo Leite de Campos e Manuel Monteiro, (...), O que interessa é a possibilidade de relações de crédito com base em tais relações jurídicas; e a estimabilidade do montante dos créditos (*Titularização de Créditos*, cit., pág. 23).

Desde que, atentas as características concretas das situações em causa, se conclua que da relação jurídica existente entre o credor e a terceira entidade resultará uma relação contratual entre devedor e credor e, consequentemente, o crédito deste sobre aquele (e desde que, reiterar-se, o requisito da previsão do montante do crédito se encontre devidamente verificado), ficam salvaguardadas as preocupações quanto à consistência e solidez do *portfolio* a titularizar e, assim, salvaguardada a posição patrimonial dos investidores que adquirem os valores mobiliários emitidos. Razão pela qual, verificados todos estes requisitos, não vislumbramos motivos para recusar a qualificação desta categoria de créditos como *cedíveis para titularização*, nos termos e para os efeitos do artigo 4.º n.º 2. Esta hipótese se pode revestir elevado interesse prático designadamente no contexto da titularização de receitas de esquemas de concessão ou do estabelecimento de direitos de uso exclusivo que permitam a cobrança de taxas ou de portagens para acesso ou utilização de determinadas infra estruturas.

III — Eficácia da cessão de créditos para titularização

É inequívoco que a problemática da eficácia da cessão de créditos assume particular relevância no âmbito de operações de titularização. Dela decorre, essencialmente, a oponibilidade da cessão a todos os potenciais interessados (cedente e cessionário, devedores dos créditos cedidos e, ainda, alguns terceiros — nomeadamente credores do cedente/originador) e dessa oponibilidade depende, em última instância, a segurança e efectividade da operação de titularização de créditos e, em particular, dos fluxos financeiros necessários para promover o reembolso dos valores mobiliários emitidos.

Importa, assim, identificar as principais questões suscitadas pelo regime da Lei da Titularização a respeito da produção de efeitos da cessão de créditos, aspectos que têm revestido relevância determinante no âmbito da concretização prática de operações de titularização de créditos e para a obtenção de notações de risco de crédito pela medida mais elevada. Para isso, no sentido de sistematizar de forma clara este tema, o regime jurídico relativo à produção de efeitos da cessão será analisado, nas palavras de Almeida Costa, *sob um tríptico ponto de vista* (33): (i) a eficácia entre as

(33) In *Direito das Obrigações*, 8.ª ed., Almedina, Coimbra., pág. 724.

partes, (ii) a eficácia em relação aos devedores dos créditos e, por último, (iii) a produção de efeitos em relação aos terceiros em geral.

1. Eficácia inter-partes

No que toca à eficácia inter-partes, vale como princípio geral a eficácia imediata do contrato entre cedente e cessionário, pelo que a transmissão dos créditos cedidos deve em regra verificar-se por mero efeito da celebração do contrato (desde que, naturalmente, a cessão em causa tenha respeitados os respectivos requisitos de validade (34) e, bem assim, os demais requisitos específicos que usualmente são estabelecidos nos próprios contratos de cada operação). A cessão tem assim, por princípio, eficácia translativa imediata nas relações entre as partes.

De salientar, contudo, que este princípio geral deve ser interpretado em consonância com algumas disposições específicas da Lei da Titularização. Assim, no caso da cessão de créditos a favor de fundos de titularização de créditos, por força do já citado artigo 28.º, n.º 2, o contrato de cessão apenas pode produzir os seus efeitos a partir da data em que o fundo de titularização se considera constituído, o que, nos termos do n.º 1 do mesmo artigo, sucede na data da liquidação financeira das respectivas unidades de titularização. De notar, assim, que no caso de o contrato de cessão ter sido celebrado em data anterior àquela em que, nos termos do referido n.º 1 do artigo 28.º, são emitidas as unidades de titularização, o mesmo não produzirá efeitos imediatamente, antes ficando sujeito a condição suspensiva, sendo o evento condicionante precisamente a liquidação financeira das unidades de titularização do fundo em causa.

2. Eficácia em relação aos devedores

A respeito da eficácia da cessão de créditos em relação aos devedores, o regime geral consagrado no Código Civil exige, para a plena produção de efeitos do negócio, que a cessão lhes seja notificada ou que seja por eles

(34) Nomeadamente, (i) os requisitos de substância consagrados no artigo 4.º, n.º 5, da Lei da Titularização e que exigem que a cessão seja plena, não se encontre, em regra, sujeita a condição ou termo e que o respectivo cedente não assuma responsabilidades pelo cumprimento dos créditos cedidos e (ii) os requisitos de forma consagrados no artigo 7.º da Lei da Titularização.

aceite. No âmbito do regime consagrado pela Lei da Titularização, a regra geral é idêntica: por força do disposto no artigo 6.º, n.º 1, a eficácia da cessão de créditos para titularização em relação aos devedores depende de notificação da respectiva realização ⁽³⁵⁾.

Contudo, uma das grandes inovações introduzidas pela versão original a Lei da Titularização consistiu na possibilidade de, em determinadas condições, se dispensar a necessidade de notificação do devedor para a produção de efeitos da cessão de créditos também em relação a ele. Com o intuito de flexibilizar o regime consagrado na Lei da Titularização, e tendo em perspectiva a operação de titularização de créditos fiscais e da segurança social realizada no fim do ano de 2003, tal regime excepcional foi alargado.

Originalmente, de acordo com o disposto na versão original do n.º 4 do artigo 6.º, sempre que (i) os créditos fossem cedidos a um dos veículos previstos na lei (fundos de titularização de créditos ou sociedades de titularização de créditos); e (ii) a entidade cedente fosse uma instituição de crédito, sociedade financeira, empresa de seguros, um fundo de pensões ou sociedade gestora de fundo de pensões, a Lei da Titularização determinava que a cessão produzia efeitos imediatos em relação ao devedor, não dependendo do seu conhecimento, aceitação ou mesmo de notificação. A razão essencial para esta dispensa residia (e reside) no facto de, nestes casos, por força do disposto no n.º 1 do artigo 5.º, a entidade cedente ficar, em regra ⁽³⁶⁾, obrigada a assumir a tarefa da gestão dos créditos, mantendo, nessa medida, a relação normal com os devedores e assegurando-se, através do contrato de gestão dos créditos cedidos, a neutralidade da cessão em relação ao devedor (nomeadamente porque qualquer pagamento feito pelo devedor ao cedente terá eficácia liberatória, decorrente das funções de gestor dos créditos que o cedente necessariamente assume).

⁽³⁵⁾ De qualquer maneira, embora a Lei da Titularização tenha importado do Código Civil o princípio geral, a verdade é que, adicionalmente, foram consagradas algumas particularidades (em especial no n.º 2 do referido artigo 6.º) quanto aos procedimentos a adoptar a respeito da notificação dos devedores. Essas alterações tiveram em vista um processo mais célere, seguro e simplificado que, sem prejuízo de assegurar a necessária neutralidade da cessão em relação aos devedores, competisse maior segurança à operação de titularização em causa, procurando eliminar qualquer tipo de incerteza quanto à eficácia em relação aos devedores.

⁽³⁶⁾ Só assim não será quando, nos termos do n.º 3 do artigo 5.º da Lei da Titularização, a autoridade de supervisão da entidade cedente, em casos devidamente justificados, autorize que a gestão dos créditos seja assegurada por entidade diferente do cedente.

Mantendo o regime acima descrito praticamente intacto, o Decreto-Lei n.º 303/03 veio alargar o leque de casos em que a dispensa de notificação ao devedor pode ocorrer sem prejuízo da imediata produção de efeitos da cessão de créditos. Assim, de acordo com a redacção actual do n.º 4 do artigo 6.º, também produzirá efeitos imediatos, independentemente de notificação ao devedor, a cessão para titularização de créditos detidos pelo Estado e pela Segurança Social. Adicionalmente, poderá beneficiar também deste regime de excepção a cessão de créditos cuja gestão seja conferida a uma terceira entidade (fora, portanto, da situação regra em que é o cedente que mantém a relação com os devedores), desde que em casos devidamente justificados e sujeito a autorização pela CMVM.

Questão complexa e que pode revestir particular interesse prático é a de avaliar a natureza imperativa da norma prevista no n.º 4 do artigo 6.º da Lei da Titularização. Isto para saber se, o caso de o contrato de onde emerge o crédito concedido por um banco a um seu cliente e que se pretende integrar num *portfolio* a *securitizar* estabelecer expressamente a obrigação de notificação do devedor como condição de eficácia da cessão em relação a este, deve prevalecer esta disposição contratual ou, pelo contrário, a norma do artigo 6.º, n.º 4, em virtude de uma suposta natureza imperativa?

Tratando-se de uma questão ainda não abordada quer pela doutrina portuguesa que se tem debruçado sobre o tema da titularização de créditos, quer pelas autoridades de supervisão, é nosso entendimento que, sem prejuízo da relevância do princípio da autonomia privada no direito civil português, a tese da imperatividade do artigo 6.º, n.º 4, parece ser aquela que melhor se integra, de um ponto de vista sistemático, nas regras e princípios consagrados no regime português de *securitização*.

Desde logo, porque a cessão de créditos para titularização constitui uma espécie particular e especial, em relação à qual, atentos os interesses específicos a tutelar, devem ser aceites determinadas singularidades e desvios ao regime geral. Em segundo lugar, como argumento mais significativo, relewa o facto de esta imperatividade do artigo 6.º, n.º 4 não se revelar penalizadora para o devedor, uma vez que, como acima foi referido, este artigo é apenas aplicável nas circunstâncias em que esteja assegurada a neutralidade da cessão em relação ao devedor. Isto porque constitui pressuposto dessa aplicação que a cessão dos créditos seja levada a cabo pelo respectivo originador/cedente ou, excepcionalmente e apenas nos casos devidamente justificados, por outra entidade devida-

mente autorizada pela CMVM. Atendendo à função da notificação ou do conhecimento da cessão, como instrumento de salvaguarda do devedor, nomeadamente no que respeita à eficácia do pagamento, compreende-se que nestes casos se dispense a exigência da notificação, já assim não sendo no caso em que a gestão de crédito não fica a cargo do cedente, exactamente porque aí volta a necessidade de ser acautelada a posição do devedor. Há ainda, por fim, um argumento importante de carácter literal, que resulta do facto de o n.º 7 do artigo 6.º da Lei da Titularização, que estabelece o necessário respeito pelo estipulado no contrato entre credor originário e devedor no que concerne à cessão da posição contratual e à sub-rogação, ser, sintomaticamente, omissivo quanto à cessão de créditos, o que parece demonstrar que, efectivamente, o regime aplicável à cessão de créditos e à respectiva eficácia está previsto nos números precedentes, em particular os n.ºs 4 e 5 do artigo 6.º

Assim, face ao que atrás ficou exposto, e utilizando sempre como instrumento de interpretação da Lei da Titularização a inequívoca preocupação de tutelar a posição patrimonial dos investidores, deve entender-se que o artigo 6.º, n.º 4 consagra um regime imperativo, que não cede mesmo perante cláusula contratual respeitante aos requisitos de eficácia da cessão, constantes do contrato de onde emergem os créditos cedidos para titularização. Mais uma vez, o legislador, em nome da defesa da segurança e efectividade da operação, parece ter privilegiado — e bem — a tutela dos adquirentes dos valores mobiliários emitidos em relação ao princípio geral da autonomia privada, garantindo, de qualquer maneira, a neutralidade da operação em relação aos devedores cedidos.

Ainda no que respeita ao regime especial que atrás ficou explicado em relação à eficácia imediata da cessão de créditos para efeitos de titularização, uma ideia final simplesmente para referir que este regime especial se encontra a nosso ver plenamente justificado pela necessidade de dar adequada protecção aos investidores que adquirem valores mobiliários associados a portfolios de créditos. E isto de forma que conceptualmente se afigura próxima do regime de excepção que há muito é aplicável aos títulos de crédito, seguramente por se reconhecer neste contexto — e a exemplo do que ocorre na titularização de créditos —, que a necessidade de fazer funcionar um mercado que assenta em regras simples, certas e seguras impõe também o estabelecimento de normas especiais face ao regime regra que consta do Código Civil.

Para terminar esta análise da produção de efeitos da cessão em relação ao devedor, importa ainda fazer uma breve referência àquelas situações

em que o crédito cedido para titularização apresenta conexão com mais do que um ordenamento jurídico — nomeadamente, por ser detido por um originador português sobre um devedor estrangeiro —, tendo em vista averiguar se tal natureza plurilocalizada do crédito cedido introduz alguma alteração ao nível da eficácia da cessão perante o devedor.

A este respeito, deve ser aqui recordada a norma constante do n.º 2 do artigo 12.º da Convenção de Roma; nos termos do qual *a lei que regula o crédito cedido determina a natureza cedível deste, as relações entre o cessionário e o devedor, as condições de oponibilidade da cessão ao devedor e a natureza liberatória da prestação feita pelo devedor*. Temos assim que, tal como aliás acontece a respeito da transmissibilidade de créditos plurilocalizados, é a lei material que regula o crédito aquela que, nos termos da Convenção de Roma, regula também a eficácia da cessão perante o devedor. Ora, a questão que assim se coloca é a de se saber se nos casos em que determinado crédito plurilocalizado é regulado por uma lei que não a portuguesa, a produção de efeitos da respectiva cessão para titularização em relação ao devedor deve ser regulada pela Lei da Titularização ou, ao invés, face ao teor do referido artigo da Convenção de Roma, pela lei que regula o crédito em causa ⁽³⁷⁾.

Uma solução possível para este problema seria considerar que o artigo 6.º da Lei da Titularização, tão relevantes e sensíveis são os interesses que aí se procura tutelar, consubstancia uma *norma imperativa*, prevista no artigo 7.º da Convenção de Roma.

Com efeito, considerando os objectivos de segurança jurídica e certeza que as regras contidas no artigo 6.º da Lei da Titularização prosseguem e as preocupações de tutela e protecção dos interesses em jogo (nomeadamente, os interesses dos investidores) que as mesmas assumem, parecem pode as mesmas ser consideradas *normas imperativas* para efeitos do n.º 1 do artigo 7.º da Convenção de Roma, sendo, por isso, aplicáveis independentemente do que determine a lei que regula o crédito cedido.

⁽³⁷⁾ Esta questão tem sido objecto de discussão em vários ordenamentos jurídicos europeus, nomeadamente em França. Segundo Xavier de Kergommeaux e Gilles Saint Marc (*in Modernising and Securing the French Securitisation Market*), a lei da titularização francesa, em nome da necessária segurança das operações e da tutela dos investidores, foi mesmo alterada, estabelecendo a que a produção de efeitos da cessão entre as partes e em relação a terceiros (incluindo os devedores cedidos) é determinada pelo regime específico consagrado na lei da titularização francesa, independentemente da lei que regule os créditos objecto de cessão e da lei do domicílio dos devedores cedidos.

Esta parece ser a única solução susceptível de eliminar os riscos deveras gravosos para a segurança de operações desta natureza, decorrentes da circunstância de a eficácia da cessão para titularização ser regulada por mais do que uma lei. De qualquer maneira, tratando-se de uma questão juridicamente tão delicada, talvez se justificasse uma alteração legislativa que clarificasse de forma definitiva qual a lei aplicável à produção de efeitos da cessão de créditos para titularização nos casos em que tais créditos sejam regidos por outra lei que não a portuguesa.

Dos meios de defesa em especial

Relacionada com a eficácia da cessão em relação aos devedores, e questão que na montagem de operações de titularização assume especial relevância, nomeadamente no âmbito da análise jurídica e financeira necessária à atribuição pelas agências de notação de *rating* relativo aos valores mobiliários emitidos, é a possibilidade de invocação de meios de defesa pelos devedores (e, em particular, a invocação de compensação que afecte os créditos cedidos no contexto destas operações).

A este respeito, a Lei da Titularização veio, no seu artigo 6.º, n.º 6, estabelecer um regime especial aplicável à cessão de créditos para titularização, introduzindo uma subtil mas muito relevante alteração ao regime geral consagrado no artigo 585.º do Código Civil. Assim, nos termos do citado artigo da Lei da Titularização, determina-se que o devedor apenas pode invocar contra o cessionário os meios de defesa que poderia invocar contra o cedente que sejam resultantes de facto anterior ao momento em que a cessão se tornou eficaz entre cedente e cessionário. Ora, diferentemente sucede no regime geral consagrado no Código Civil, em que o momento de cristalização dos meios de defesa invocáveis pelo devedor é não o momento em que a cessão produz efeitos entre as partes, mas sim o momento em que o devedor toma conhecimento da cessão.

Assim, parece efectivamente que a Lei da Titularização determinou que a cristalização dos meios de defesa invocáveis perante o veículo de titularização ocorra no momento em que a cessão se torna eficaz entre cedente e cessionário, independentemente da eficácia em relação ao devedor. Ou seja, nestes termos, serão inoponíveis ao veículo de titularização quaisquer meios de defesa que ao devedor seria lícito invocar contra o cedente, se provenientes de factos posteriores à eficácia da cessão inter-partes, ainda que anteriores ao momento em que tal cessão produz efeitos em relação ao devedor. E isto em nome de um grau de fiabilidade, certeza e segurança

necessário à concretização de operações de titularização, tendo como objectivo último a tutela dos investidores.

Contudo, a este respeito, Calvão da Silva vem sustentar uma interpretação restritiva desta norma do artigo 6.º, n.º 6, defendendo que o regime aí consagrado vale apenas para os casos em que é aplicável a norma constante do artigo 6.º, n.º 4 e em que, por isso, a cessão produz imediatamente efeitos também em relação ao devedor, independentemente de notificação. Com efeito, sustenta este Autor que o *regime especial* (art. 6.º, n.º 6) já não se compreende no âmbito da regra geral da exigência de notificação da cessão aos devedores cedidos (art. 6.º, n.º 1⁽³⁸⁾). Argumenta o Autor que a aplicação deste regime numa situação em que a cessão seja ainda ineficaz em relação aos devedores pode criar um *risco de duplo pagamento*, quando estes, desconhecendo a cessão, tenham pago ao cedente não podendo depois opor este pagamento e a sua boa fé ao cessionário. Nessa medida, conclui o Autor que se deve adoptar uma *interpretação restritiva do n.º 6 do artigo 6.º, no sentido em que o mesmo seja apenas aplicável se e só se, no momento em que a cessão produz efeitos entre as partes, também produza efeitos em relação aos respectivos devedores cedidos, os quais manterão todas as relações contratuais exclusivamente com o cedente* (39).

Tem a nosso ver razão Calvão da Silva quando afirma que, numa situação em que a cessão seja ineficaz em relação ao devedor, por não se cair no âmbito do artigo 6.º, n.º 4, a aplicação do artigo 6.º, n.º 6 e a consequente cristalização dos meios de defesa no momento em que a cessão é eficaz entre as partes coloca o devedor numa posição desvantajosa. Isto porque, se tal devedor cedido cumprir perante o cedente, não pode depois invocar esse pagamento perante o cessionário, algo que pode ser altamente gravoso para o devedor num contexto de insolvência do cedente. Por outro lado, se o mesmo devedor exercer legitimamente, em momento posterior à cessão mas anterior à eficácia deste negócio em relação a si, um qualquer meio de defesa perante o cedente, não pode depois defender-se perante o cessionário, argumentando a validade do seu direito. E, por isso, a aplicação da norma constante do n.º 6 do artigo 6.º aos casos em que a cessão não seja imediatamente eficaz em relação aos devedores põe claramente em causa o princípio da neutralidade da operação perante

(38) Calvão da Silva, *Titularização de Créditos*, cit., pág. 108.

(39) Calvão da Silva, *Titularização de Créditos*, cit., pág. 103.

o devedor. Algo que, reiterar-se, não sucederá quando fôr aplicável o artigo 6.º, n.º 4, uma vez que, nesses casos, e em virtude da assunção das responsabilidades de gestor dos créditos pelo cedente, a neutralidade da cessão em relação aos devedores é eficazmente atingida.

Ora, é inequívoco que os interesses que primordialmente são tutelados pela Lei da Titularização são os da segurança e estabilidade das operações de titularização e da protecção da posição patrimonial dos investidores. Contudo, em nome de princípios como os da boa fé e da adequada ponderação de interesses, tal tutela deverá ser limitada sempre que seja posta em causa de forma relevante a neutralidade da operação em relação ao devedor, ou seja, sempre que a posição do devedor saia materialmente prejudicada com a cessão do crédito para titularização.

Face a tudo o que ficou exposto, e seguindo a este respeito Calvão da Silva, entendemos que o artigo 6.º, n.º 6, deve apenas ser aplicado aos casos previstos no n.º 4 do mesmo artigo, em que a cessão produz efeitos em relação aos devedores no mesmo momento em que se torna eficaz entre cedente e cessionário. Já quando assim não for, ou seja, quando a eficácia da cessão em relação ao devedor depender da notificação deste (art. 6.º, n.º 1), a cristalização dos meios de defesa deve a nosso ver apenas operar-se no momento em que esta notificação é feita ou em que a cessão é por qualquer modo conhecida pelo devedor (cfr. art. 585.º do Código Civil).

3. Eficácia em relação a terceiros

Por fim, no que toca à eficácia em relação a terceiros, a questão essencial que se coloca é a de se saber se a produção de efeitos da cessão se dá logo no momento da eficácia inter-partes (isto é, no momento da celebração do contrato) ou se, pelo contrário, para que o negócio jurídico produza efeito em relação a terceiros é necessário que o mesmo seja eficaz igualmente em relação ao devedor isto é, se considere um negócio jurídico *perfeito*. No fundo, trata-se da questão de saber se a eficácia da cessão em relação ao devedor dos créditos cedidos é ou não uma condição de eficácia dessa mesma cessão em relação aos terceiros em geral ⁽⁴⁰⁾.

⁽⁴⁰⁾ Lembre-se que, no âmbito da Lei da Titularização, a produção de efeitos imediatos em relação ao devedor consagrada no artigo 6.º, n.º 4, é, ainda assim, uma regra excepcional, mantendo-se, como regra geral, a necessidade de notificar o devedor. Assim, sem

A relevância desta questão no âmbito de operações de titularização prende-se, essencialmente, com a produção de efeitos da cessão de créditos em relação aos credores do cedente/originador, designadamente no contexto de uma hipotética insolvência deste último. Isto porque a oponibilidade da cessão de créditos em relação aos demais credores do cedente pode ser muito relevante num contexto de insolvência do cedente/originador, com reflexos na segurança da operação e na tutela da posição patrimonial dos investidores adquirentes dos valores mobiliários emitidos. Com efeito (assumindo um contexto em que a cessão de créditos não seja imediatamente eficaz em relação aos respectivos devedores), num cenário de insolvência do originador, a inoponibilidade da cessão de créditos aos demais credores desse originador teria como necessária consequência a circunstância de os créditos cedidos poderem ser considerados como fazendo ainda parte da massa falida do cedente/originador.

A respeito da produção de efeitos *erga omnes* da cessão de créditos, entende Almeida Costa que a eficácia da cessão em relação aos devedores dos créditos cedidos constitui uma verdadeira condição de eficácia desse negócio jurídico também em relação aos terceiros em geral. Com efeito, entende o Autor que *a notificação da cessão ao devedor ou a aceitação desta serve ainda para lhe atribuir eficácia quanto a terceiros. Na verdade, qualquer dos referidos actos apresenta um alcance análogo ao que se consegue, noutros casos, com os meios de publicidade* ⁽⁴¹⁾.

Em sentido oposto, pronuncia-se, contudo, Antunes Varela ⁽⁴²⁾, para quem, ao abrigo dos princípios gerais sobre eficácia dos negócios jurídicos, a cessão de créditos produz os seus efeitos em relação aos terceiros

prejuízo de a maioria das operações de titularização de créditos desenvolvidas em Portugal terem beneficiado da referida excepção, já que foram originadas por instituições de créditos ou pelo Estado, a verdade é que se mantém o princípio geral de que a eficácia em relação aos devedores depende de notificação. Note-se, todavia, que tal pode não suceder, por opção dos intervenientes da operação, que consideram preferível suportar o risco inerente à não realização imediata da notificação da cessão aos respectivos devedores, situação que pode acarretar uma imagem negativa do ponto de vista comercial ou de imagem. Nestes casos, mandará seguramente a precaução que, mesmo que não se promovam imediatamente as notificações da cessão aos devedores dos créditos cedidos, sejam desde logo implementados todos os passos necessários a que essas notificações se processem sem problema logo que necessário.

⁽⁴¹⁾ In *Direito da Obrigações*, cit., pág. 75.

⁽⁴²⁾ In *Das Obrigações em Geral*, Vol. II, 7.ª ed., Almedina, Coimbra, págs. 310 e segs.; e *Código Civil Anotado*, Vol. I, Coimbra Editora, Coimbra, pág. 600.

em geral, sendo-lhes, assim, oponível com a mera celebração do contrato ou seja, logo no momento em que a cessão produz os seus efeitos na relação entre cedente e cessionário.

Ora, como de seguida se procurará demonstrar, entendemos que deve ser este último entendimento aquele que deve prevalecer no contexto da titularização de créditos, atendendo não só aos princípios gerais respeitantes a esta matéria mas, também, aos princípios especificamente consagrados na Lei da Titularização e à necessidade de assegurar uma adequada protecção dos interesses em jogo.

O princípio geral da eficácia dos negócios jurídicos é o da produção imediata de efeitos jurídicos por mero efeito do contrato. É isto que decorre, inequivocamente, do princípio da relatividade dos contratos, consagrado no artigo 406.º do Código Civil e da produção de efeitos imediatos resultante do artigo 408.º do mesmo Código. Ora, o regime especial consagrado na lei para a produção de efeitos em relação aos devedores dos créditos cedidos justifica-se pela circunstância de estes devedores, não obstante não serem partes no contrato de cessão de créditos, verem (ou poderem ver) a sua posição jurídica *afectada*. Com efeito, a modificação subjectiva operada na relação obrigacional em causa tem necessárias consequências para a posição do devedor cedido, a que estão necessariamente na origem da regra que impõe a necessidade de conhecimento ou notificação da cessão como regra geral. Por isso mesmo, a exigência de notificação compreende-se, até para, no limite, o devedor saber como, perante quem e onde cumprir as suas obrigações de forma liberatória. Contudo, já quanto aos terceiros em geral (e designadamente quanto aos demais credores do cedente), nenhuma razão se vislumbra para, afastando o princípio geral da eficácia imediata dos negócios jurídicos, exigir um requisito extra para que a cessão lhes seja oponível⁽⁴³⁾. Com efeito, ao contrário do que sucede em relação aos devedores, não há em relação aos terceiros qualquer fundamento atendível que justifique que a eficácia da cessão seja diferida para o momento em que a mesma se torna eficaz em relação aos devedores.

Por isso, acrescenta Antunes Varela⁽⁴⁴⁾, *no caso de conflito entre os credores do cedente (que pretendam penhorar o crédito cedido, antes de a cessão ter sido notificada) e os credores do cessionário, são os interesses destes que justificadamente prevalecem*.

⁽⁴³⁾ No mesmo sentido, Calvão da Silva, *Titularização de Créditos*, cit., pág. 103.

⁽⁴⁴⁾ In *Das Obrigações em Geral*, Vol. II, cit., pág. 313.

Acresce ao que atrás ficou dito que, se é certo que a solução defendida se justifica no contexto do direito geral das obrigações, existe ainda no âmbito do regime especial da titularização de créditos uma razão adicional de peso para recusar a ideia de que a eficácia em relação aos devedores cedidos constitui uma condição de eficácia em relação aos terceiros em geral. Vejamos.

É inequívoco que a tutela da posição dos investidores que adquirem os valores mobiliários emitidos no âmbito de operações de titularização impõe que à cessão dos créditos que constituem o activo subjacente a esses valores mobiliários seja conferida segurança, definitividade e efectividade. Só se assim for será garantida a solidez e consistência da operação de titularização em causa e, acima de tudo, só assim estarão devidamente tutelados os interesses patrimoniais dos investidores. Ora, este princípio constitui, assim, um argumento adicional para defender a imediata eficácia translativa da cessão de créditos para titularização em relação aos terceiros, de forma a evitar que estes, nomeadamente no acima descrito contexto de insolvência do cedente/originador, possam ter acesso ao conjunto de activos que suportam a emissão das unidades de titularização ou das obrigações titularizadas. Para além disso, especificamente no que respeita aos terceiros que correspondam a outros credores do cedente, pensamos que dificilmente se poderia aceitar que estes tivessem uma posição que divergisse da posição que o próprio cedente detém e parece-nos não ser assim sustentável o diferimento da eficácia da cessão a benefício destes terceiros, contrariamente à tutela da posição do próprio cedente que a lei consagra.

Em síntese, na ponderação entre os interesses dos credores do cedente e dos credores do cessionário, a Lei da Titularização optou por tutelar estes últimos, de forma que nos parece não só inequívoca como plenamente adequada.

Assim, na hipótese acima enunciada de insolvência do cedente/originador, deve a nosso ver entender-se que a cessão dos créditos para um veículo de titularização de créditos (não obstante a cessão poder em certas circunstâncias não ser imediatamente eficaz em relação aos devedores) é oponível aos credores desse cedente/originador, não podendo, em caso algum e sob a argumentação de que a cessão não lhes é oponível — porque não eficaz em relação ao devedor —, entender-se que os activos cedidos para titularização fazem parte da massa insolvente do cedente e podem, assim, ser usados para satisfazer os créditos detidos pelos credores no âmbito do processo de insolvência. Só esta posição consubstancia uma tutela eficaz dos investidores, coadunando-se, por isso, com os princípios estruturantes da Lei da Titularização.

Da eficácia da cessão de créditos futuros em especial

Questão essencial neste contexto é ainda a da eficácia da cessão de créditos futuros para efeitos de titularização, nomeadamente no que respeita à determinação do momento em que o negócio jurídico de transmissão dos créditos produz os seus efeitos entre as partes e em relação aos terceiros em geral. Ou seja, a questão de saber a partir de que momento a cessão de créditos futuros do originador para o veículo de titularização é oponível aos potenciais interessados, assumindo aqui, uma vez mais e pelas razões já expostas, particular relevo os credores do originador/cedente.

O tratamento dado a esta questão pelos autores portugueses que têm analisado o regime português de titularização de créditos é, aparentemente, unânime: tem-se considerado que a cessão produz efeitos apenas entre as partes, sendo apenas eficaz *erga omnes* quando os créditos efectivamente se verifiquem na esfera jurídica do cedente. Neste sentido, entende Calvão da Silva que *naturalmente, a cessão de créditos futuros tem eficácia meramente obrigacional, produzindo efeitos reais apenas no momento em que os créditos concretamente nasçam e se tornem presentes/existentes (art. 408.º, n.º 2, do Código Civil)* (45).

Importa contudo procurar aprofundar a análise desta problemática no contexto específico das operações de titularização de créditos, tendo nomeadamente em conta a necessidade premente de garantir segurança e solidez aos *portfolios* a *securitizar*, assim tutelando a posição patrimonial dos investidores que adquirem os valores mobiliários emitidos no contexto destas operações.

Imagine-se uma situação em que determinado originador cede, no âmbito de uma operação de titularização, determinados créditos futuros que servem de activos subjacentes a uma emissão de unidades de titularização ou de obrigações titularizadas. Imagine-se ainda que, em data anterior ao surgimento dos referidos créditos futuros, é decretada a insolvência do originador, sendo que, posteriormente, tais créditos vêm efectivamente a constituir-se, com plena validade e eficácia. Ora, a consequência da posição acima referida e que entende que a produção de efeitos em relação a terceiros (devedor incluído) da cessão de créditos futuros apenas se dá na data em que tais créditos se verificam é a de que, no exemplo em apreço, os credores da insolvência do originador poderiam impedir a transmissão para o veículo de titularização dos créditos entretanto surgidos, invocando a ine-

(45) Calvão da Silva, *Titularização de Créditos*, cit., pág. 86.

ficácia e consequente inoponibilidade da cessão face a terceiros (uma vez que a insolvência do cedente havia entretanto já sido decretada).

Ora, tal situação teria necessariamente efeitos altamente gravosos no âmbito da operação de titularização em causa, uma vez que, por decisão judicial, poderiam ser restringidos os fluxos financeiros resultantes desses créditos futuros, assim se pondo em perigo a capacidade de o veículo de titularização cumprir as obrigações assumidas perante os investidores.

Ora, tendo presentes os interesses que são primordialmente objecto de tutela na Lei da Titularização, e considerando igualmente o precedente francês a este respeito (46), entendemos poder ser sustentada a ideia de que, no âmbito do regime português de titularização, a produção de efeitos *erga omnes* da cessão de créditos futuros deve acontecer logo na data da celebração do respectivo contrato de cessão, vinculando desde logo o cedente e sendo assim tal cessão oponível a terceiros (e, em particular, aos credores do originador num contexto de insolvência deste) a partir dessa data. Com efeito, entendemos ser esta a solução que, conferindo maior certeza e segurança jurídicas, melhor se enquadra quer na exigência de que a cessão de créditos para titularização seja plena e não sujeita a condição (47), quer na inequívoca preocupação da Lei de Titularização de tutelar a posição patrimonial dos investidores que adquirem os valores mobiliários emitidos na operação em causa (48).

IV — Da insolvência

No âmbito das operações de titularização de créditos até hoje realizadas em Portugal, uma das questões que assume maior relevância, e que simultaneamente mais preocupações origina nos vários intervenientes (particularmente nas situações em que se pretende ver aplicada uma notação

(46) Foi recentemente decidido pelo *Cour de Cassation (chambre commerciale)* que a insolvência do cedente, ocorrida em momento posterior ao da cessão de créditos futuros, não prejudica a validade e eficácia dessa cessão nem os direitos do cessionário dela decorrentes (a este respeito, ver Freshfields Bruckhaus Deringer, *Bloc Notes du Financement: Flash Jurisprudence: Validité Des Cessions de Créances Futures En Cas De Redressement Judiciaire Du Cedant*).

(47) Cfr. artigo 4.º, n.º 5, da Lei da Titularização.

(48) Sem se pronunciar directamente sobre esta questão, apenas avançando que *a cessão de créditos vincula imediatamente o transmitente, ainda que se refira a créditos futuros*, Paulo Câmara, “A Operação de Titularização”, in *Titularização de Créditos*, Inst. D.º Bancário, pág. 83.

de risco máxima), diz respeito à possível insolvência do originador, por um lado, e da sociedade gestora de fundos de titularização de créditos ou da sociedade de titularização de créditos, por outro. De seguida, procuraremos salientar os aspectos principais da Lei da Titularização que regulam a possível insolvência das entidades participantes em operações de titularização e, bem assim, descrever de forma genérica os mecanismos contratuais que são normalmente utilizados de forma a reforçar a protecção conferida pela Lei da Titularização para lidar com possíveis situações de insolvência ocorrida no decurso da operação. De referir naturalmente que esta questão se revela de maior importância no contexto de operações que têm prazos de maturidade longos.

Tendo presente a necessidade de conferir às cessões de créditos para titularização um acrescido grau de segurança e efectividade, não só no que respeita ao próprio contrato de cessão, mas também no que concerne aos pagamentos respeitantes aos créditos na posse dos gestores ou dos cedentes, a Lei da Titularização, consagra algumas regras especiais em matéria de insolvência. Como conclui Manuel Monteiro a este propósito, a Lei da Titularização *procurou garantir uma adequada tutela dos interesses dos investidores em operações de titularização sem colocar em risco a protecção devida aos credores do falido, visando — com observância dos princípios gerais que presidem ao processo de falência — um justo equilíbrio entre ambos os interesses em presença* (49).

Num contexto de insolvência do originador/cedente, a principal preocupação da lei foi a de garantir a plena eficácia e efectividade da cessão e a sua protecção em relação a uma subsequente insolvência do originador. Assim, desde logo, determina o n.º 1 do artigo 8.º que a cessão de créditos para titularização apenas pode ser resolvida a favor da massa insolvente no caso de se fazer prova de que cedente e cessionário actuaram com má fé, isto é, com a intenção de, mediante a celebração daquele negócio, prejudicar a posição jurídica dos credores daquele, diminuindo-lhe a garantia patrimonial dos seus créditos (50).

(49) Manuel Monteiro, *O recente regime Português da Titularização de Créditos*, cit., pág. 211.

(50) Simultaneamente, a cessão para titularização é afastada do elenco de actos que podem ser resolvidos em benefício da massa insolvente, nos termos previstos no agora Código da Insolvência e da Recuperação de Empresa (“CIRC”), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 53/2004, de 18 de Março, sendo adicionalmente neutralizadas as presunções de má fé agora estabelecidas no artigo 120.º do CIRC.

Outra norma que veio procurar conferir maior segurança à plena eficácia da cessão de créditos é a constante do n.º 2 do artigo 8.º, que vem impor a separação da massa insolvente do cedente dos montantes pagos e que sejam relativos a créditos cedidos para titularização. Assim, quaisquer créditos vencidos apenas em data posterior à insolvência, mas que tenham sido cedidos em data anterior a esta, pertencem ao cessionário, não podendo, por isso mesmo, integrar a massa falida do originador. Disposição paralela a esta consta do n.º 6 do artigo 5.º, nos termos do qual, em caso de insolvência do gestor dos créditos objecto de cessão para titularização, os montantes que estiverem na sua posse decorrentes de pagamentos relativos a tais créditos não integram também a sua massa insolvente.

Importa, contudo, assinalar que estas duas normas respeitantes à separação dos créditos cedidos das massas insolvente de cedente e gestor dos créditos vêm apenas reiterar a consequência normal dos princípios gerais relativos à eficácia de negócios translativos, pelo que a sua verdadeira utilidade não parece ser a de conferir um direito adicional ao cessionário, mas apenas a de tornar mais evidente e clara a determinação de que é este o titular dos montantes em causa.

No que toca, por seu turno, à insolvência das sociedades gestoras de fundos de titularização de créditos e às sociedades de titularização de créditos, a primeira ideia que cumpre salientar é a da sua natureza de *bankruptcy remote vehicle*. Como bem salienta Paulo Câmara, esta natureza excepcional da insolvência dos veículos de titularização constitui um pressuposto essencial para que seja *possível proceder a uma notação de risco que tenha exclusivamente em atenção a qualidade dos direitos cedidos* (51).

A respeito da natureza excepcional de um cenário de insolvência da sociedade gestora de fundos de titularização de créditos (“SGFTC”), para além da fixação do princípio do objecto exclusivo 16.º e da imposição de exigentes requisitos ao nível dos capitais próprios (art. 19.º), a disposição essencial é a constante do artigo 21.º, que elenca o tipo de actos cuja prática se encontram vedada às SGFTC (52). Desta forma, reduz-se significativamente a possibilidade de endividamento das SGFTC e, concomitantemente, reduz-se

(51) Paulo Câmara, “A Operação de Titularização”, cit., pág. 87.

(52) Assim, a estas sociedades é vedado, nomeadamente, (i) contrair empréstimos por conta própria, (ii) adquirir valores mobiliários por conta própria, com excepção de fundos públicos, nacionais e estrangeiros, e de valores mobiliários aos mesmos equiparados, (iii) conceder créditos por conta própria e prestar garantias e, ainda, (iv) adquirir imóveis para além dos necessários às suas instalações e funcionamento.

o número de potenciais credores destas sociedades, que, assim, serão apenas e por princípio os prestadores de serviços que com ela colaborem a título permanente ou eventual no contexto da concretização das operações que realize ou do regular desenvolvimento da sua actividade. De qualquer forma, num cenário de insolvência de uma SGFTC, a Lei da Titularização garante adicionalmente uma absoluta protecção da cessão para titularização e, assim, uma tutela efectiva dos investidores. Com efeito, os titulares das unidades de titularização beneficiam da natureza de património autónomo do fundo de titularização de créditos, pelo que os activos subjacentes à emissão de unidades de titularização não poderão integrar, em qualquer caso, a massa falida da SGFTC⁽⁵³⁾. Adicionalmente, e por força da necessária revogação da autorização, a SGFTC insolvente deve ser substituída por outra na gestão do fundos de titularização anteriormente a seu cargo, nos termos e para os efeitos do artigo 22.º

No que toca às STC, a verdade é que um dos principais obstáculos à sua utilização como veículo no âmbito de operações de créditos consistia precisamente nos receios sentidos por parte de investidores e agências de *rating* quanto às consequências da sua possível insolvência e inerente incumprimento dos pagamentos devidos aos titulares das obrigações titularizadas. O mercado parecia não confiar na natureza segregada dos patrimónios detidos pelas STC, surgindo assim os FTC inicialmente como solução aparentemente mais segura.

Contudo, também nas sociedades de titularização de créditos a *bankruptcy remoteness* é manifesta. Para ela contribuem, para além do princípio do objecto exclusivo e dos exigentes requisitos legais a respeito dos fundos próprios consagrados no artigo 43.º, dois factores essenciais. Por um lado, as restrições legais a respeito da possibilidade de endividamento das STC, que, em regra e nos termos do artigo 44.º, apenas podem financiar a sua actividade com fundos próprios e através da emissão de obrigações titularizadas, estando assim em princípio proibido o recurso a outro tipo de crédito. Consequentemente, para além dos titulares das obrigações titularizadas emitidas, os únicos credores que, em regra, as STC poderão ter serão os prestadores dos serviços necessários para o desenvolvimento da sua actividade e o Estado pelos impostos que dessa mesma actividade pos-

⁽⁵³⁾ Por força do disposto no n.º 1 do artigo 9.º os patrimónios autónomos a que correspondem os fundos de titularização não responderão, em qualquer circunstância, pelas dívidas das entidades que asseguram a sua gestão.

sam resultar. Adicionalmente, também para reforçar a natureza de *bankruptcy remote* das STC, a Lei da Titularização determina, no seu artigo 61.º, que os direitos dos titulares das obrigações de titularização são de recurso limitado (*limited recourse*), ou seja, estão apenas garantidos pelos activos subjacentes à respectiva emissão de obrigações, não podendo, consequentemente, “atacar” os restantes bens da sociedade. Assim, num cenário em que a STC não cumpra os seus compromissos a respeito de uma dada emissão de obrigações, não poderão em regra os respectivos credores obrigacionistas procurar satisfazer os seus créditos recorrendo aos capitais próprios da STC e, ainda menos, aos activos subjacentes a outras emissões.

Não obstante, num cenário altamente excepcional em que se coloque o problema de insolvência da STC, a técnica da autonomia e segregação patrimonial dos créditos que servem de suporte à emissão de obrigações titularizadas impedirá, em qualquer circunstância, o seu ingresso na massa insolvente da sociedade ou a sua colocação ao dispor de outros credores que não os titulares de cada emissão de das obrigações titularizadas. Assim, por força do disposto no artigo 62.º, n.ºs 1 e 3, o conjunto de activos afectos a uma determinada emissão de obrigações de titularização não responde pelas dívidas comuns da sociedade de titularização de créditos até ao pagamento integral dos montantes devidos aos titulares das obrigações titularizadas⁽⁵⁴⁾.

O desenvolvimento e a maturidade do mercado de titularização de créditos portugueses, juntamente com algumas protecções de natureza contratual⁽⁵⁵⁾, constituíram assim os elementos essenciais para ultrapassar os referidos receios de instabilidade das operações levadas a cabo por STCs em resultado da sua possível insolvência. Entendemos assim que, ultrapassada esta questão relativa aos riscos de insolvência das sociedades de titularização de créditos, as duas estruturas previstas na Lei da Titularização se encontram, numa perspectiva jurídica, final-

⁽⁵⁴⁾ Adicionalmente, e como bem refere Manuel Monteiro (*O recente regime Português da Titularização de Créditos*, cit., pág. 213), na hipótese de execução movida contra o veículo societário, estes titulares de obrigações titularizadas beneficiam de uma impenhorabilidade dos créditos afectos à emissão de obrigações, só podendo o credor da sociedade penhorar o remanescente do património autónomo constituído por aqueles créditos afectos e somente se demonstrar a insuficiência dos restantes bens da sociedade.

⁽⁵⁵⁾ Nomeadamente relacionadas com a prestação de declarações e garantias por parte da sociedade e pela assunção de obrigações vigentes durante o decurso da obrigação tendentes a reduzir o risco de exposição a um eventual cenário de insolvência.

mente equiparadas, sendo portanto de esperar um progressivo equilíbrio no número de operações concretizadas por FTCs e STCs.

Neste contexto, é exactamente a este fenómeno de diversificação dos veículos de titularização de créditos utilizados em Portugal que dedicaremos as próximas palavras.

V — Diversificação dos veículos: a vez das Sociedades de titularização de Créditos

Um dos mais importantes acontecimentos registados em 2003 no mercado Português da titularização de créditos foi a constituição da primeira sociedade de titularização de créditos, pondo assim fim à hegemonia absoluta dos fundos de titularização de créditos enquanto veículos de titularização escolhidos para a montagem de operações ao abrigo da Lei da Titularização. Com outras sociedades de titularização de crédito a caminho ou mesmo já constituídos no decurso de 2004, é de esperar, como atrás referido, um maior equilíbrio na utilização dos dois veículos de titularização de créditos.

A verdade é que, contudo, foram necessárias determinadas alterações ao regime aplicável às sociedades de titularização de créditos para que a sua utilização como veículo de titularização de créditos se tornasse eficiente, não só de um ponto de vista jurídico, mas essencialmente numa perspectiva de mercado. É exactamente o alcance dessas alterações — introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 303/03, de 5 de Dezembro — e o impacto que as mesmas tiveram (e terão futuramente) no mercado da titularização de créditos Portugêses que nos propomos de seguida analisar.

Talvez uma das alterações com maior impacto tenha sido o alargamento das entidades que, nos termos da Lei da Titularização, podem ser nomeadas para desempenhar as funções de representante comum dos obrigacionistas. Com efeito, para além das entidades previstas no artigo 357.º do Código das Sociedades Comerciais⁽⁵⁶⁾, a nova redacção dada ao artigo 65.º veio também permitir a designação, como representante comum dos obrigacionistas, de instituições de crédito ou entidades autorizadas a prestar serviços de representação de investidores em qualquer Estado da União Europeia.

⁽⁵⁶⁾ Sociedades de Advogados, SROC e pessoas singulares.

Tratou-se, a nosso ver, de uma muito oportuna alteração, na medida em que contribuiu para uma maior aceitação da figura do representante comum dos obrigacionistas pelos mercados de capitais internacionais e para um maior grau de confiança por parte de investidores e agências de *rating* nesta figura. Com efeito, os investidores adquirentes de valores mobiliários emitidos no âmbito de operações de titularização estão hoje em dia familiarizados com um tipo de estrutura em que os seus interesses comuns são representados por entidades de prestação de serviços profissionais de representação de investidores — nomeadamente *trustees*. Ora, o facto de, simultaneamente, o ordenamento jurídico português não reconhecer a figura do *trust* e, bem assim, não admitir a nomeação de prestadores de serviços profissionais de representação de investidores como representantes comuns de obrigacionistas, tornava, de um ponto de vista de mercado, de difícil concretização uma operação de titularização usando como veículo uma STC. Agora, na sequência deste alargamento, a função de representante comum dos obrigacionistas poderá vir a ser desempenhada pelas entidades que habitualmente assumem as funções de *trustee*, o que, consubstanciando uma inovação jurídica que, esperamos, possa estender-se a outros tipos de emissões de valores mobiliários, veio inequivocamente tornar mais fácil a estruturação de operações de titularização utilizando como veículo uma STC.

Ainda a respeito do representante comum, merece destaque o facto de as condições da respectiva nomeação, nomeadamente a descrição das suas funções e deveres específicos e, bem assim, da sua remuneração, deverem constar das condições da emissão das obrigações titularizadas em causa⁽⁵⁷⁾, mantendo, de qualquer maneira, a assembleia de obrigacionistas toda a legitimidade para deliberar sobre essas matérias e, se necessário, alterar os termos constantes das condições de emissão⁽⁵⁸⁾.

Por outro lado, ainda a respeito das alterações ao regime das sociedades de titularização de crédito, de notar que foi alargado o âmbito do princípio da segregação patrimonial previsto no artigo 62.º também às despesas e aos encargos incorridos para a realização da operação de titularização em causa. Assim, a Lei da Titularização — vindo, aliás, ao encontro daquele que parecia ser já o entendimento prevalecente

⁽⁵⁷⁾ Artigo 65.º, n.º 2.

⁽⁵⁸⁾ Artigo 65.º, n.º 3.

nos mercados de valores mobiliários internacionais — consagrou expressamente que os créditos cedidos no âmbito de operações de titularização, e que consubstanciam um património autónomo exclusivamente afecto a uma emissão de obrigações titularizadas responderão igualmente pelos encargos referentes aos serviços prestados por entidades profissionais no âmbito da operação em causa. Paralelamente, o privilégio creditório especial consagrado no artigo 63.º é alargado de forma a abranger também estes encargos e despesas.

Finalmente, também no sentido de conferir maior flexibilidade ao regime aplicável à emissão de obrigações titularizadas, de notar que foi alargada a dispensa de registo comercial das obrigações titularizadas — que anteriormente se aplicava apenas às obrigações objecto de oferta pública — a todas as obrigações titularizadas emitidas por STC no contexto de operações de titularização. Nessa medida, a emissão de obrigações titularizadas objecto de oferta pública encontra-se apenas sujeitas a registo prévio junto da CMVM — tal como, aliás a generalidade das ofertas públicas de valores mobiliários em Portugal —, bastando para as obrigações titularizadas objecto de oferta particular a realização de uma comunicação subsequente à CMVM pela respectiva STC emitente.

VI — Notas Finais

Tal como indicado na Introdução, o presente trabalho teve como objecto proceder, com base na experiência adquirida na estruturação de operações desta natureza, a uma análise do *estado da arte* no mercado da titularização de créditos em Portugal, procurando, por um lado, assinalar os aspectos que reflectem a inequívoca maturidade deste segmento do mercado de capitais e, por outro, identificar aqueles que, de um ponto de vista jurídico, constituem os temas que maior relevância suscitem, seja pela sua complexidade jurídica, seja pela sua importância prática para a montagem de operações de titularização de créditos.

Aqui chegados, cumpre então identificar as principais conclusões que resultam de tudo o que para trás ficou dito sintetizar aquelas que são as principais ideias chave.

Um primeiro dado inequívoco, e que deve servir de primeira conclusão, diz respeito à definitiva maturação do mercado da titularização de créditos. Com efeito, o crescente número de operações e do valor dos activos titularizados, a diversificação quer dos activos créditos *securitizados*, quer dos veículos de titularização, a utilização de novas estruturas na

colocação dos valores mobiliários emitidos são factos inquestionáveis que revelam que a titularização de créditos é hoje um segmento forte e incontornável do mercado de capitais portugueses.

Neste sentido, pensamos adicionalmente que, de um ponto de vista jurídico, o regime hoje vigente em Portugal se afigura claramente apto para a realização de operações de titularização tendo como objectivo a colocação de valores mobiliários nos mercados internacionais de forma compatível com a obtenção da notação de risco mais elevada e com o acesso aos investidores e aos mercados mais sofisticados.

Neste contexto, é contudo certamente um erro considerar que o trabalho está feito e que não existe mais espaço de evolução jurídica na estruturação de operações de titularização de créditos. Com efeito, o número de activos não bancários objecto de operações de titularização é ainda substancialmente reduzido quando comparado com os activos gerados por instituições de crédito e, conseqüentemente, muitos caminhos estão ainda por explorar. Por outro lado, e não obstante as recentes evoluções de sentido inverso, a utilização dos fundos de titularização de créditos é ainda predominante, embora nos pareça que ambos os veículos têm hoje boas condições jurídicas para singrar é então de esperar um reforço significativo do número de operações concretizadas através de sociedades de titularização de créditos. E continua a ser pouco mais do que insignificante o número de operações que contemplaram a colocação dos valores mobiliários directamente no mercado de capitais portugueses, situação que pensamos virá, num futuro não muito distante, a ser alterada com a maior divulgação do conceito e com o alargamento da sua utilização a outro tipo de activos.

Lisboa, Dezembro de 2004