

“A titularização de activos enquanto instrumento de financiamento”

Diana Pinto Rodrigues*

Maria Elisabete da Costa Pereira*

Os mercados estão continuamente à procura de formas inovadoras de gestão e de produtos competitivos, que lhes permitam, em simultâneo, ultrapassar as dificuldades com que se deparam e, por outro, atingir ganhos competitivos. A titularização é uma operação alternativa de financiamento que, devido às suas características, tem vindo a ganhar popularidade.

A titularização de activos corresponde a um processo de desintermediação no qual parte do activo de uma empresa (*originator*) é vendido a outra entidade (sociedade veículo ou instrumental) que, por sua vez, vai emitir títulos de dívida negociáveis, dando como garantia aos investidores os activos adquiridos. Os fluxos a gerar pelos activos titularizados serão, então, direccionados para o pagamento dos juros devidos. No limite, todos os activos que originem fluxos futuros são passíveis de ser securitizados.

O desenho de uma operação deste género permite que activos individualmente ilíquidos sejam transformados em títulos financeiros líquidos e, adicionalmente, permite aos investidores diversificar os seus portfólios com activos que *a priori* não tinham à sua disposição.

A transmissão dos activos entre o cedente e a sociedade veículo é normalmente efectiva, ou seja, a responsabilidade da gestão dos activos cedidos recai sobre a empresa adquirente. Dito de outra forma, com a cessão efectiva dos activos, estes deixam de fazer parte do balanço do *originator* e, como tal, passam a ser imunes ao risco do proprietário inicial. Resulta daqui que não existe qualquer recurso ao *originator* em caso de incumprimento no pagamento aos investidores. Acresce que o *originator*, e no que se refere aos rendimentos gerados pelos activos subjacentes, transfere os riscos de taxa de juro e de crédito para a sociedade veículo sem que haja transferência de clientes.

Não obstante, e dada a estrutura no terreno do *originator*, é frequente ser este o executante da gestão de créditos cedidos e da recolha de pagamentos periódicos que servirão para fazer face ao serviço da dívida dos títulos emitidos pela entidade de finalidades especiais contra pagamento de uma taxa de serviço (*servicing fee*).

Dada a complexidade de uma operação de titularização é frequente o recurso ao mercado de derivados, por parte da sociedade veículo, para acautelar riscos eventuais. Cumulativamente, e para garantir uma colocação eficaz dos títulos de dívida no mercado, a

entidade veículo pode efectivar medidas de *credit enhancement*, ou seja, implementar mecanismos que permitam melhorar o *rating* dos títulos. A diversificação da natureza ou da origem geográfica dos activos, a melhoria da qualidade creditícia das contrapartes ou a existência de garantias são características valorizadas na avaliação da qualidade dos títulos.

Na óptica do *originator* a titularização dos activos representa a antecipação de receitas futuras. No caso em que o *originator* é uma instituição financeira, estas operações contribuem também para a melhoria dos rácios de solvabilidade e para a agilização na concepção de novos créditos, garantindo, deste modo, um financiamento de empresas e particulares mais facilitado. A titularização permite à entidade veículo a captação de recursos em volumes elevados e o acesso aos mercados de capitais internacionais.

Apesar das vantagens associadas, a montagem, estruturação e funcionamento da arquitectura de uma operação de titularização implica custos fixos avultados, elevadas exigências contabilísticas e operacionais e pesados custos de administração. Acrescem aos custos referidos o tratamento estatístico do comportamento histórico dos activos, a manutenção da qualidade dos títulos emitidos, os custos derivados das avaliações das agências de *rating*, a publicidade junto dos investidores e os riscos inerentes aos títulos.

Em Portugal as operações de titularização têm sido encetadas sobretudo por instituições financeiras. Não obstante, esta parece ser uma forma de financiamento com grandes perspectivas de se afirmar no futuro com outros intervenientes, uma vez que os benefícios abrangem todos os intervenientes no processo. A depressão em que se encontram actualmente os mercados internacionais resulta de uma miríade de factores, o mais importante dos quais relacionado com o incumprimento dos créditos hipotecários no mercado americano. O sistema financeiro tem sido particularmente atingido dado o elevado grau de titularização dos créditos originados neste sector: construíram-se produtos derivados de risco de crédito, como as *collateralized debt obligations* que ao serem massificadas e exportadas, contaminaram as carteiras de investidores e de bancos, à escala global.

Em suma, a titularização de créditos tem conhecido uma expansão assinalável, nacional e internacionalmente, e é hoje um instrumento de financiamento utilizado a propósito do mais variado tipo de activos e projectos, constituindo uma alternativa ao crédito bancário tradicional e a outras formas de captação de fundos clássicas.

*Licenciadas em Economia pela Faculdade de Economia da Universidade do Porto e alunas do Mestrado em Finanças na mesma Faculdade.