

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE
CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DE
LISBOA



ISCAL

Titularização

Inovação Financeira, Gestão de Crédito e Normas Internacionais de Contabilidade

Carla Marisa Pereira

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

Titularização

Inovação Financeira, Gestão de Crédito e Normas Internacionais de Contabilidade

Carla Marisa Pereira

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Auditoria, realizada sob a orientação científica de Doutor Domingos da Silva Ferreira, Professor Coordenador, Área Científica de Contabilidade.

Constituição do Júri:

Presidente – Doutor Carlos Baptista da Costa

Arguente – Mestre Rogério Varandas da Fonseca

Vogal – Doutor Domingos da Silva Ferreira

Lisboa, Junho de 2010

Agradecimentos

Dedico este espaço àqueles que deram a sua contribuição para que este projecto se realizasse. A todos deixo aqui o meu sincero agradecimento.

Em primeiro lugar, agradeço ao Prof. Doutor Domingos Ferreira a forma como orientou o meu trabalho, pelo apoio, incentivo, disponibilidade e cordialidade sempre demonstrada em todas as fases que levaram à concretização do mesmo. Obrigada por dividir comigo todo o seu conhecimento e paciência como um verdadeiro amigo, pelas críticas construtivas e oportunas e por todo o incentivo com que sempre me conduziu neste percurso.

A todos os professores e colegas do Mestrado que contribuíram para o meu crescimento pessoal e intelectual ao longo deste percurso.

Ao Dr. Ferraz, pelo ensino teórico e grande incentivador da pesquisa voltada para a expansão da fronteira do conhecimento.

Aos meus pais que, através do seu incentivo à minha educação e o seu exemplo de obstinação, me deram a força necessária para cumprir mais uma tarefa na minha vida.

À minha irmã Letícia Pereira, companheira de todas as horas.

Ao Hugo, por todo o carinho e compreensão, durante as horas de ausência para o desenvolvimento deste trabalho.

Ao FredY e à ZaRa, pela imensa felicidade que a sua simples existência me proporcionam.

Resumo Analítico

A Titularização de créditos é uma modalidade de estruturação financeira que permite à empresa originadora de créditos o acesso directo ao mercado de capitais, sendo desta forma uma importante ferramenta para a intermediação financeira. Esta modalidade consiste basicamente na cessão dos créditos a uma entidade constituída especificamente para este fim e a emissão de títulos, por esta última, colateralizados nos créditos adquiridos.

Este estudo baseia-se na investigação das técnicas relacionadas com a titularização, as práticas do mercado de capitais, os benefícios desta modalidade de estruturação financeira e avalia os riscos, quer do investidor, quer do originador.

São também apresentadas as normas estabelecidas pelas autoridades competentes visando fazer frente aos riscos inerentes à Titularização, uma vez que esta forma de estruturação é largamente utilizada por instituições financeiras, e avaliando se estas normas estão adequadas ao seu propósito.

Com a crescente necessidade de harmonização das normas de relato financeiro a que se associa um maior nível de complexidade das operações, maior é a dificuldade em registar os factos patrimoniais que se pretende reflectir nas demonstrações financeiras.

Devido a este facto, a substância das operações poderá levar a elevados volumes de reversão de activos para o Balanço e ao reconhecimento de elevados montantes de empréstimos garantidos e perdas de imparidade. Este facto poderá colocar em causa os volumes de crescimento apresentados pelas entidades que contratem operações de Titularização, pôr em causa a sua cotação no mercado ou, até em casos extremos, a sua própria existência.

Palavras – chave: Titularização, Riscos, IFRS/IAS, US GAAP, UK GAAP

Abstract

The securitization is a type of financial structure allowing a company to originate receivables to access the capital market, and do, contributing to the financial intermediation. The securitization basically consists in selling credits for a special purpose vehicle, responsible for issuing securities collateralized by those receivables.

This study investigates the securitization techniques, the capital market practices, the benefits of this financial structure model and values the risks arising from investors and originators.

Due to the increased need of harmonization of financial reporting standards, and with highly sophisticated transactions, with a great level of financial innovations, there is an increased difficulty to recognize their transactions in an accurate manner within the financial statement.

Due to all these facts, the recognition of the substance of transactions may lead to big assets reversals to the financial statements, and compromise the companies' growth rates, their stability and even their existence.

Keywords: *Securitization, Risks, IFRS/IAS, US GAAP, UK GAAP*

Índice

AGRADECIMENTOS	IV
RESUMO ANALÍTICO.....	V
ABSTRACT.....	VI
ÍNDICE.....	VII
ÍNDICE DE TABELAS.....	IX
ÍNDICE DE GRÁFICOS.....	IX
ÍNDICE DE FIGURAS	IX
LISTA DE ABREVIATURAS.....	X
LISTA DE ABREVIATURAS.....	X
1 INTRODUÇÃO.....	1
2 REVISÃO DA LITERATURA	3
2.1 PROBLEMÁTICA DO ESTUDO	3
2.2 FUNDAMENTOS SOBRE A TITULARIZAÇÃO DE CRÉDITOS	6
2.2.1 Definições	6
2.2.2 Evolução Histórica.....	8
2.2.2.1 Como surgiu a crise de 2007/2008?.....	12
2.2.3 Portugal.....	16
2.2.4 Risco de Crédito.....	22
2.2.5 Derivados de Crédito.....	23
2.2.6 Credit Value at Risk – CVaR ou CaR.....	27
2.2.7 Detalhes do modelo Credit Metrics	32
2.3 TIPOS DE TITULARIZAÇÃO	36
2.3.1 Titularização Tradicional	36
2.3.2 Titularização Sintética.....	39
2.3.2.1 Titularização Sintética versus Titularização Tradicional.....	40
2.3.3 Atracções da Titularização Sintética	42
2.3.4 Ratio de Solvabilidade e Libertação de Fundos Próprios.....	43
2.3.5 Concentração de Riscos.....	44
2.3.6 Asset-Backed Securities - ABS vs Mortgage-Backed Securities - MBS.....	44
2.3.6.1 Exemplos de operações de Asset backed securities - ABS	45
3 PERSPECTIVA SOBRE CONSOLIDAÇÃO DAS SPE NAS INFORMAÇÕES CONSOLIDADAS DAS IAS/IFRS	47
3.1 NORMATIVO APLICÁVEL CONFORME AS NORMAS PORTUGUESAS.....	47
3.1.1 Consolidação.....	48
3.2 NORMATIVO APLICÁVEL CONFORME AS NORMAS DO IASB E DO FASB	52
3.2.1 Perspectiva da IAS 27 e SIC 12.....	52
3.2.2 Perspectiva da FIN 46R e ARB 51.....	55
4 PERSPECTIVA DAS NORMAS CONTABILÍSTICAS AMERICANAS (US GAAP).....	58
4.1 NORMATIVO APLICÁVEL.....	58
5 COMPARAÇÃO DE IFRS E US GAAP	62
6 PERSPECTIVAS DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS CONSOLIDADAS	63
6.1 CONSOLIDAÇÃO DE UMA QSPE E DE UMA SPE.....	63
6.2 PERSPECTIVAS DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS SEPARADAS	63
7 CASE STUDY – ENRON CORPORATION	65

7.1	APRESENTAÇÃO.....	65
7.2	A "IRRESISTÍVEL" ASCENSÃO DA ENRON.....	66
7.3	CRIATIVIDADE DESTRUIDORA.....	70
7.4	REACÇÕES.....	75
8	CONCLUSÕES.....	79
	BIBLIOGRAFIA.....	81
	ANEXOS.....	LXXXVII
	ANEXO 1 – ESTRUTURA DA OPERAÇÃO DE TITULARIZAÇÃO.....	LXXXVII
	ANEXO 2 – CARACTERÍSTICAS E CLASSIFICAÇÃO DOS TÍTULOS.....	XCVI

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Indicadores agregados.....	21
Tabela 2 – Investimentos por tipos de activos.....	22
Tabela 3 – Comparação de normas IFRS / US GAAP	62
Tabela 4 – Memorando da ENRON.....	68
Tabela 5 – Volume total de Negócios da ENRON	70
Tabela 6 – Classificação de Títulos da <i>Moody's</i> e <i>Standard & Poors</i>	XCVI
Tabela 7 – Características da Classificação dos Títulos	XCVI
Tabela 8 – Definições de Ratings de crédito de Longo Prazo.....	XCVII
Tabela 9 – Ordenamento dos <i>Ratings</i> de Crédito de Longo Prazo.....	XCVII

Índice de Gráficos

Gráfico 1 – U.S. & European Structured Credit Product Issuance (\$ mil milhões) – Emissão de Produtos de Crédito Estruturados nos EUA e na EUROPA (\$ mil milhões)	16
Gráfico 2 – Evolução do Mercado Português de Titularização.....	18
Gráfico 3 – Volume de titularização por país pertencente à EMEA (2005)	18
Gráfico 4 – Evolução das emissões por tipo de negócio.....	19
Gráfico 5 – Repartição da titularização de activos em Portugal por tipo de negócio	20
Gráfico 6 – Repartição da titularização de activos na EMEA por tipo de negócio (2005)	20
Gráfico 7 – Tipo de promotores em Portugal.....	21

Índice de Figuras

Figura 1 – Derivados de Crédito.....	25
Figura 2 – Rendimentos típicos de Mercado/Crédito	29
Figura 3 – Matriz de Transição.....	30
Figura 4 – Valor de Carteira por Crédito em Risco	31
Figura 5 – Fluxo de Tesouraria Tradicional	37
Figura 6 – Fluxo de Tesouraria Sintética 1	39
Figura 7 – Fluxo de Tesouraria Sintética 2	40
Figura 8 – Estrutura da Operação	72
Figura 9 – Estrutura de uma operação de titularização de activos	LXXXVIII

Lista de Abreviaturas

ABCP	<i>Asset - Backed Comercial Paper</i>
ABS	<i>Asset - Backed Securities</i>
ARB	<i>Accounting Research Bulletin</i>
BEI	Banco Europeu de Investimento
BID	<i>Inter - American Development Bank</i>
BIS	<i>Bank for Internacional Settlements</i>
CaR	<i>Credit Var</i>
CDO	<i>Collateralized Debt Obligations</i>
CDS	<i>Credit Default Swap</i>
CLN	<i>Credit Linked Notes</i>
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CNC	Comissão de Normalização Contabilística
DL	Decreto - Lei
DF	Demonstrações Financeiras
EFE	Entidade de Finalidade Especial
EUA	Estados Unidos da América
EU	União Europeia
FASB	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
FIN	<i>Fasb interpretation</i>
FIRB	<i>Foundation IRB</i>
FNMA	<i>Federal National Mortgage Association</i>
FRS	<i>Financial Reporting Standard</i>
GAAP	<i>Generally Accepted Accounting Principles</i>
IAS	<i>International Accounting Standards</i>
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
MBS	<i>Mortgage - Backed Securities</i>
QSPE	<i>Qualified Special Purpose Entity</i>
SPE	<i>Special Purpose Entities</i>
S&P	<i>Standard and Poor's</i>
TS	Titularização Sintética
TT	Titularização Tradicional
VaR	<i>Value at Risk</i>

1 Introdução

“Globalization, the proliferation of trading platforms, product innovation, wider customer and market access and the ability of technology to cross national boundaries have all set a major regulatory challenge for financial service regulatory authorities.”

Anthony Belchambers (Futures and Options Association)

A constante evolução e reestruturação das economias têm vindo a exigir cada vez mais a criação de estruturas próprias e mais eficientes para a captação de recursos. A crescente sofisticação do mercado de capitais e o recurso aos mercados globais exigem títulos mais transparentes e garantidos. O foco de análise destas operações desvia-se pois para a classificação do risco baseada na segregação de activos, e com a crescente internacionalização dos mercados financeiros e empresas, obrigou os sistemas financeiros de diversos países a uma rápida e constante actualização dos seus procedimentos e adaptação das suas legislações aos novos instrumentos financeiros que vão surgindo no país. A modernização do mercado de capitais é fundamental para o crescimento sustentável de qualquer economia no contexto global. Nesse sentido, a titularização de activos é uma das inovações mais recentes dos mercados financeiros, tendo transformado a realidade financeira a nível internacional, sendo uma operação estruturada que tem vindo a provocar a modernização do mercado de capitais português, bem como a oferecer uma alternativa inovadora na forma de captação de recursos de longo prazo para as empresas.

De acordo com Kothari (1999, p.25) *“securitization: the financial instrument of the new millennium”*. Logo, as inovações financeiras procuram atender as necessidades de todas as organizações bancárias e empresariais e de uma forma cada vez mais globalizada. O mercado de capitais português está inserido nesse contexto através da operação estruturada de titularização.

Este fenómeno originou uma profunda transformação nos processos de financiamento das empresas e dos consumidores. A prática tradicional do recurso às instituições financeiras para captar recursos provenientes de depósitos bancários e os canalizar para o investimento através do crédito, tem sido complementada e até mesmo substituída pelo processo de titularização, relacionando directamente as empresas com os mercados

de capitais. Em suma, a titularização associada a um conjunto de outras tendências, está a revolucionar o modo como se processa a afectação de recursos nos sistemas financeiros em geral.

É invocado um conjunto de motivações para justificar a opção pela titularização de activos, tais como:

- ✚ Obtenção de liquidez, através de uma fonte alternativa de financiamento a custo mais baixo;
- ✚ Transferência de risco;
- ✚ Cumprimento das regras prudenciais em termos de rácios de capital (Acordos de Basileia);
- ✚ Maior flexibilidade e um melhor ajustamento das estruturas temporais de activos e passivos (gestão do risco de taxa de juro);
- ✚ Maior flexibilidade na gestão do risco de liquidez.

À medida que o nível de compreensão deste instrumento financeiro tem aumentado por parte de todos os agentes dos mercados, os processos de titularização têm-se tornado cada vez mais sofisticados.

Referem-se três pontos que facilitaram o desenvolvimento da bolha especulativa que está na origem da crise financeira de 2007/2008:

1. A adopção de regras contabilísticas que valorizam os activos a partir do seu preço de mercado ("*mark to market*¹"),
2. A possibilidade dos bancos venderem de forma bastante lucrativa os riscos assumidos graças à criação e à emissão de produtos financeiros titularizados cada vez mais sofisticados e desta forma retirá-los dos seus balanços, e
3. As formas no mínimo "habilidosas", de avaliar esses riscos. Desta forma, a engenharia financeira adquire uma lógica própria de euforia: "o crédito não assenta nas perspectivas de rendimentos dos investidores mas sobre a antecipação do valor da sua riqueza", segundo Aglietta (2008).

¹ Consiste em avaliar um activo ao seu valor de mercado, de acordo com a cotação mais recente. A ideia subjacente é mensurar pelo que se pensa ser possível realizar na sua venda. O recurso a esta possibilidade de valorização contabilística insere-se no critério de *fair - value* vigente na maior parte dos países, em alternativa ao critério de valorização a custo histórico, instituído no Plano Oficial de Contas (POC), revogado pelo Sistema de Normalização Contabilística (SNC).

2 Revisão da Literatura

2.1 *Problemática do estudo*

Mediante a abordagem da literatura financeira o principal objectivo de uma empresa é a criação de valor para os seus accionistas a médio e longo prazo, e os administradores financeiros deverão identificar quais as melhores oportunidades de investimento, bem como encontrar as formas mais eficazes de financiamento.

Maximizar o valor da empresa é seleccionar financiamentos, que maximizem os valores dos projectos seleccionados e que combinem com os activos financiados, tal como mencionado em Damodaran (1999).

Durand (1952, p.239) foi um dos pioneiros na investigação comumente denominada de tradicionalista, na base da qual, “pode ser obtida uma combinação óptima de capital de terceiros e capital próprio e que deve ser procurada pelas empresas como forma de maximizar o seu valor de mercado”.

Nesse âmbito, a operação de titularização pode ser utilizada pelos administradores financeiros como alternativa de financiamento da gestão do capital das empresas, propondo-se a uma eficiência no seu custo de capital.

Esta forma de captação de recursos, de maneira estruturada, que é a titularização de activos, tem vindo a ser utilizada em diversos países, por várias empresas dos segmentos *corporate* e *middle market*, na procura de financiamento de crédito de curto e longo prazo, com custos de captação mais baixos do que as formas tradicionais, ou seja, os empréstimos bancários e a emissão de títulos de dívida como, por exemplo, obrigações, papel comercial (*commercial paper*) e certificados de depósito.

Em Portugal, o tema titularização evoluiu nos últimos anos, a exemplo do sucedido tanto nos EUA, desde o final dos anos 70, como no resto da Europa.

De acordo com Altman *et al.* (2000, p.115), as raízes da titularização estão nos títulos garantidos por activos, que são simplesmente a versão do mercado de capitais para os empréstimos garantidos por activos.

Para Toneto (1996, p.1), “porquê estudar o financiamento de longo prazo no período recente? A justificação recai no facto já apontado por uma série de autores sobre a importância assumida pelo esgotamento do padrão de financiamento.” Os agentes económicos procuram constantemente a inovação financeira para sustentar o financiamento do crescimento das empresas privadas.

Sem a presença de mercados de crédito desenvolvidos e estáveis, será muito difícil que os países emergentes alcancem taxas de crescimento elevadas e sustentáveis, afirma o Banco Internacional de Desenvolvimento - BID (2004, p.5),

A operação estruturada de titularização de activos é conhecida como uma operação *off-balance sheet* (fora do balanço), segundo vários estudos académicos, na medida em que não tem impacto no passivo circulante, nem tão pouco no exigível de longo prazo, em comparação com as operações de crédito tradicionais, seja pela emissão de títulos, seja pelas operações de empréstimo bancário.

“Off-balance sheet financing is most advantageous for sponsoring firms that are risky or face large bankruptcy costs”. (Gorton e Souleles, 2005, p.1).

Segundo esta modalidade de operação estruturada, um dos *itens* do balanço das empresas, que são as dívidas a receber, representam geralmente um dos mais importantes activos das empresas. São valores a receber decorrentes de vendas a prazo de mercadorias e serviços a clientes, ou de outras transacções. Estes valores a receber, conhecidos também como recebíveis, serão a base principal para a titularização de activos e, portanto, de acordo com o princípio contabilístico, serão creditadas, e consequentemente, terão uma entrada de recursos monetários que será utilizada para o financiamento do capital ou mesmo para investimentos de médio ou longo prazo. A titularização de activos, chamada também de titularização de recebíveis, deve ser entendida, como destaca Noronha (2004, p.28), como um mecanismo de auto financiamento empresarial, assim como as sociedades anónimas que podem emitir títulos e valores mobiliários (acções, títulos) no mercado de capitais e, por isso, segundo

o mesmo autor, a titularização é equiparada a esses títulos e valores mobiliários, pois é um contrato mercantil para emissões de valores mobiliários.

2.2 Fundamentos sobre a Titularização de Créditos

2.2.1 Definições

De acordo com O'Connell *et al.* (2000, p.34), “*over the past 25 years financial innovation has produced revolutionary changes in financial instruments and processes*”, Pinheiro (2005, p.101), afirma que, inovações financeiras podem ser classificadas, segundo o BIS (*Bank for International Settlements*), da seguinte forma:

“Inovações na transferência preço-risco. São aquelas que proporcionam meios mais eficientes aos participantes no mercado, para de certa forma tratar com o preço ou com o risco de câmbio;

Instrumentos de transferência crédito-risco. Têm como missão a redesignação do risco de insolvência;

Inovações geradoras de liquidez. São aquelas que aumentam a liquidez do mercado; permitem aos originadores operar com novas fontes de financiamento;

Instrumentos geradores de créditos. São aqueles que aumentam as quantidades de recursos financeiros alheios disponíveis pelas empresas”.

Entre as inovações financeiras mais significativas dos últimos anos está a titularização de activos, que é uma operação financeira estruturada cujo uso, cada vez maior, a destaca no mercado de capitais à volta do mundo.

Miller (1986, p. 471) ressalta que: “*the process of asset securitization has been regarded as a notable example of such innovation*”.

A titularização implica colocar os títulos de renda fixa (*securities*) junto dos investidores. Tais *securities* que são activos a receber (recebíveis), por sua vez, garantirão o pagamento desses *securities*.

O nascimento quase acidental da terminologia (*securitization*), surgida nos EUA, utilizada na coluna da jornalista Ann Monroe, do *Wall Street Journal* que entrevistando o autor da primeira operação do género, realizada no mercado imobiliário em 1977, lhe perguntou que tipo de nome poderia atribuir àquele processo operacional. O entrevistado descreveu como “*securitization*”, segundo Noronha (2004, p.88)

A titularização é uma operação estruturada para atender às necessidades de capital de curto e longo prazo, com um custo de captação inferior às formas tradicionais de financiamento, como o crédito bancário que, segundo o BID (2004, p.5), é escasso, caro e volátil. Nesse sentido, as empresas, ao tomarem a decisão de utilizar esse novo instrumento de captação estruturado, partem da premissa, segundo Altman *et al.* (2000, p.115), de que “a titularização leva a uma estrutura de custos mais baixos”. Conforme BIS (2001, p.25), a expressão titularização tem o significado de um acto de tornar uma qualquer dívida com determinado credor em dívida com compradores de títulos no mesmo valor. Conversão de empréstimo (p.ex., bancário) e de outros activos em títulos, para serem depois vendidos a investidores.

Fabozzi *et al.* (2006, p.65) definem titularização como uma prática do mercado de capitais, onde uma empresa vende activos que geram fluxos de caixa a uma entidade criada especificamente para este fim, que emitirá títulos para serem transaccionados num mercado versátil.

Fitch (1993, p.50) define a titularização como sendo a conversão dos empréstimos de um Banco em títulos, possibilitando retirar esses activos do balanço da instituição em causa se algumas condições forem preenchidas. O processo de Titularização faz com que os bancos mudem a sua perspectiva de retenção de créditos para a de distribuição de créditos e se tornem vendedores de activos, não incorrendo no risco da incobrabilidade dos empréstimos em questão.

Conforme Brealey e Myers (2003, p.273), em vez de contrair empréstimos bancários, as empresas acumulam um grupo de activos e depois vendem os fluxos de caixa desses activos. Uma sociedade compra esses activos e realiza a emissão de títulos. Esses títulos são conhecidos como activos “securitizados” ou *Asset-Backed Securities – ABS*, que podem adquirir a forma de papel comercial ou de obrigações.

Para Kendall (1996, p.1) e Rosenthal e Ocampo (1998, p.12), titularização é o processo de conversão de empréstimos feitos a indivíduos por títulos, cuja classificação de crédito será melhorada para posterior venda a investidores. Este processo converte activos líquidos (ou empréstimos) em títulos negociáveis. Estes títulos são denominados

de *Asset-Backed Securities* – *ABS*, porque a sua contrapartida são as obrigações que lhe deram origem, e não a empresa que deu origem a estes recebíveis.

Greenbaum (1987) estabelece a distinção entre a cessão de crédito e a titularização: a primeira é uma prática habitual e tradicional dos bancos e consiste na venda de empréstimos em que o originador usualmente não assume a obrigação de pagar em caso de incumprimento dos mesmos, enquanto que a titularização implica a transformação da qualidade dos créditos dos activos, realçando a liquidez, reduzindo o risco de crédito e reestruturando os fluxos de caixa. Diferentemente da titularização, os créditos adquiridos de uma cessão não são mais líquidos do que o activo original.

2.2.2 Evolução Histórica

A história da titularização tem as suas origens no século XII, na Itália, quando e com o intuito de levantar os fundos necessários para avaliar os seus empreendimentos (guerra, colonização, etc.), se organizavam sindicatos de investidores denominados *comporea securitas*. Como contrapartida ao investimento realizado, a comuna cedia aos investidores os direitos de créditos tributários. O primeiro *comperea securitas* de que se tem notícia foi formado em 1164 por 11 investidores, que passaram a deter os direitos sobre um novo tributo incidente sobre os seguros marítimos.

A Titularização encontra precedente também na Holanda. Em 1695, a Deutz & Co estruturou empréstimos ao imperador da Áustria e captava fundos emitindo obrigações garantidas pelas receitas obtidas junto às minas pertencentes ao imperador. A mesma técnica foi posteriormente utilizada pela companhia para financiar plantações nas colónias holandesas nas Índias Ocidentais. Os lucros e toda a propriedade serviam como colateral aos detentores de obrigações.

Finalmente, em 1774, Abraham Van Ketwich lançou um *trust* denominado *Eendragt Maakt Magt*², dando ao pequeno investidor a oportunidade de fazer investimentos

² Tradução: a união faz a força. Consistia numa máxima utilizada pelo governo da Holanda (Rouwenhorst, 2004).

diversificados naqueles empréstimos e em títulos de governos europeus. O *Eendragt Maakt Magt* é considerado o primeiro fundo mútuo da história (Rouwenhorst, 2004).

Segundo Greenbaum e Thakor (1987), a palavra “*securitization*” é um neologismo utilizado para transformar reivindicações financeiras ilíquidas em activos negociáveis. O termo apareceu pela primeira vez em 1977, durante uma entrevista concedida por Lewis Ranieri³ ao *Wall Street Journal*, em que o entrevistado usou o termo na tentativa de denominar uma operação de hipotecas. (Ranieri, em Kendall; Fishman, 1996, p.31).

A titularização alcançou grande crescimento a partir da década de 60 com o mercado norte-americano de hipotecas. Ranieri (*op. cit.*, p.32) refere que, na época, havia a preocupação acerca da capacidade das “*thrifts institutions*”⁴ em financiar a procura crescente por habitações, já que a expansão demográfica criava uma procura por fundos maior do que as *thrifts* eram capazes de captar. A forma utilizada para contornar o problema foi a emissão de *bonds* pelas *thrifts*, colateralizados pelas hipotecas, no que se convencionou chamar de *mortgage-backed*⁵ *bonds*. Deve-se considerar também que nos EUA as instituições financeiras tinham carácter regional, o que ocasionava desequilíbrios na oferta de crédito. Nesse sentido, Bodie (2000, p.35) afirma que, com o início da titularização, a disponibilidade de fundos para os compradores de residências deixou de depender das condições locais de crédito e de se sujeitar aos monopólios de bancos locais.

A primeira operação registada ocorreu em 1970, quando a *Government National Mortgage Association* criou a *Ginnie Mae Pool* (Caouette, 2000, p.402). A *Ginnie Mae* é uma agência⁶ do governo dos EUA criada para financiar o mercado de hipotecas, tal qual a *Federal National Mortgage Association*, (*Fannie Mae*), e a *Federal Home Loan Mortgage Association*, (*Freddie Mac*). Estas agências garantem o principal e os juros do investidor, o que contribuiu para a liquidez dos títulos que emitem.

³ Vice Chairman da Salomon Brothers, entre Julho de 1968 e Dezembro de 1987

⁴ *Thrift institutions*: modalidade de instituições financeiras voltadas para o financiamento imobiliário, que capta depósitos de poupança junto do público. Também denominada por “*Saving Institutions*” (Fitch 1993, p.619).

⁵ Crédito hipotecário

⁶ Agências de notação externas – *External Credit Assessment Institutions*.

A titularização nos EUA não se restringiu às hipotecas, mas também se aplicou ao financiamento de viaturas, às dívidas de cartão de crédito e aos alugueres comerciais, etc., (Rosenthal; Ocampo, 1988, p.4).

O povo americano possui uma cultura tradicional de contrair dívidas de longo prazo, conforme destaca Saunders (1997, p.58), bem como uma característica de comprar casas novas em vez de reformar, gerando uma considerável procura por imóveis novos.

A associação de determinados factores impulsionou e transformou o mercado americano de titularização de activos imobiliários (*Mortgage-Backed Securities*) no mercado mais activo e desenvolvido em todo o mundo.

Conforme Gaggini (2003, p.27), na França, as operações de titularização de activos são denominados de *titrisation*, tendo sido praticadas desde o início da década de 80, do século XX, e o órgão fiscalizador dessa espécie de operação é a *Commission des Operations de Bourse*. As instituições financeiras francesas utilizam este tipo de operação como meio eficaz de saneamento e melhoria da qualidade das carteiras de crédito. São utilizadas como entidades “titularizadoras”, os fundos de investimento (*fonds communs de créances*) e as sociedades gestoras de fundos. A esse efeito menciona Matias (1998, p.32):

“A *titrisation* opera-se pela transferência do crédito para um fundo comum. O conjunto dos créditos assim transferidos por uma ou mais instituições deverá ser homogéneo e não pode integrar créditos litigiosos ou incobráveis. São, depois, emitidos títulos correspondentes a unidades de participação representativos dos valores do fundo cuja aquisição confere titularidade, na parte proporcional, aos respectivos tomadores”.

Na Espanha, essa operação é conhecida como *titulizacion*, tendo sido praticada ao longo dos anos 80, do século XX. A Comissão Nacional do Mercado de Valores era o órgão responsável pela fiscalização dessas operações. Uma característica da *titulizacion* na Espanha, é que essa operação é utilizada pelas instituições financeiras que realizam financiamento imobiliário e tais créditos hipotecários serão utilizados como base das apólices hipotecárias emitidas aos investidores. Conforme Garcia e Molina (2001, p.1), nos anos 1970, teve início um processo de transformação da actividade financeira por

meio do desenvolvimento de novas tecnologias de produtos financeiros, negociados nos mercados organizados e voltados principalmente para os investidores institucionais (fundos de pensão e seguradoras), e para gestores de património. “Securitizar” tem o significado de converter determinados créditos em títulos ou valores mobiliários a serem emitidos posteriormente. A titularização serve, portanto, como suporte para a emissão de títulos ou valores mobiliários.

Uma maneira de exemplificar essa operação exige que uma empresa de qualquer sector económico possua nas suas dívidas a receber um fluxo de recebíveis, ou seja, aluguer de imóveis ou equipamentos, vendas a prazo, bem como, qualquer forma de recebimentos referente à sua actividade operacional e que possa legalmente ser transferido a um terceiro. Esse fluxo de dívidas a receber pode ser segregado, por meio da realização de um contrato de cessão de direitos creditórios, estabelecido entre a empresa e uma SPE/EFE – *Special Purpose Entity* ou, por tradução directa, Entidade com Finalidades Especiais. A partir dessa operação de cessão de crédito, a SPE será a única e legítima credora do fluxo de recebíveis, de forma que esse fluxo deverá ser segregado pela utilização de uma conta corrente da SPE. O objectivo principal nas estruturas de titularização é procurar mitigar ou segregar os impactos que a eventual falência, ou outro evento de reorganização societária da empresa (cedente dos créditos) possa ter nos créditos cedidos. Os recebíveis devem ser transferidos com carácter definitivo para a SPE (cessionária dos créditos). O próximo passo contemplará a emissão de um título de crédito, por parte da SPE a favor dos investidores, que estarão a aplicar recursos por meio da compra desses títulos.

Os títulos emitidos possuem como garantia o fluxo de recebíveis, constituindo-se para os investidores numa aplicação de recursos financeiros com risco de crédito associado ao pagamento ou liquidação daquele fluxo de títulos, ou seja, os investidores estarão a assumir o risco de crédito dos devedores do fluxo de recebíveis. Caso ocorra alguma percentagem de incumprimento dos recebíveis, a SPE possuirá um fluxo adicional de recebíveis, que ficará como garantia complementar e como forma de proteger os investidores na hipótese de *default*. Pode afirmar-se que a titularização é uma estrutura de suporte para a emissão de títulos ou valores mobiliários, trocados por activos, dissociando-se, o seu *rating* de crédito do *rating* da empresa originadora.

Uma abordagem de Saunders (2000, p.587) destaca a titularização de activos como a combinação em pacotes e a venda de empréstimos e outros activos sob a forma de títulos. A titularização tem permitido que as carteiras de activos de instituições financeiras se tornem cada vez mais líquidas.

Nesse sentido, de acordo com o *Bank for International Settlements-BIS*, já existe uma estrutura de titularização nos EUA que permite à instituição financeira possuidora de recebíveis proteger-se do correspondente risco de crédito sem, necessariamente, necessitar de se desfazer daqueles títulos, por meio da cessão de crédito. Essa estrutura é conhecida nos EUA como TS (abordada no ponto seguinte), uma vez que, os activos continuam com a instituição financeira, porém, ela compra uma protecção de crédito junto de uma SPE que emitirá títulos conhecidos como *Credit Linked Notes*⁷ que têm como troca a garantia dos recebíveis da instituição financeira.

2.2.2.1 Como surgiu a crise de 2007/2008?

O início da crise foi identificado de forma quase unânime com a deterioração das práticas de concessão de crédito no mercado hipotecário dos EUA. Os governos federais deste país a partir dos anos 90 do século XX facilitaram a concessão de empréstimos à compra de habitação a pessoas desfavorecidas sem grandes meios para garantir as responsabilidades assumidas, para além das respectivas hipotecas. Além do mais, o crescimento económico então vivido, com a emergência das grandes economias asiáticas, associado a um período de taxas de juro reduzidas, criou um clima muito propício ao recurso ao crédito, à elevação dos preços da habitação e à crença de que este tipo de bens teria uma baixa probabilidade de perder valor, o que motivou grande especulação na sua compra (primeira, segunda e terceira habitação...). Estas expectativas alimentadas e sustentadas pelo crédito fácil criaram uma euforia não completamente expressa na taxa de inflação, dado que esses bens estavam fora dos cabazes que constituíram a matéria de cálculo desse indicador. Este movimento foi fortemente reforçado, como instrumento de relançamento da economia dos EUA, a partir do *crash* bolsista de Março de 2000 (*dot.com crash*) e dos ataques terroristas de Setembro de 2001.

⁷ *Credit Linked Note* (CLN) é uma obrigação cujo reembolso do capital e juro está dependente da performance de um determinado conjunto de activos normalmente créditos.

Gonçalves (2009), no início desta primeira década do século XXI observava estupefacto em Miami dezenas de arranha-céus novos ao longo da costa, cujos apartamentos começaram a ser transaccionados vezes seguidas, ainda antes de estarem construídos. Eram, na sua maioria, condomínios de luxo comprados por clientes oriundos da América Latina, Rússia, Médio-Oriente, etc. Para o adquirir depositava-se um pequeno sinal e revendia-se no mesmo dia, sem sequer se ter visto o bem imóvel. Entretanto, os balanços dos bancos começaram a ficar debilitados pelos elevadíssimos níveis de crédito (pressão sobre os rácios de solvabilidade), o que os levou a fazer a chamada “Securitização” ou Titularização dos créditos, inventando-se um instrumento financeiro, que simultaneamente limpava os balanços do crédito e transferia o risco para terceiros, permitindo gerar negócio (mais concessão de crédito), aumentando, por isso, os resultados das instituições. Tal não era somente tão desejado pelos accionistas das mesmas, como sobretudo, pelos administradores e gestores, cujas remunerações estavam, associadas a resultados de curto prazo ou à subida das acções.

Este instrumento financeiro “miraculoso” foi denominado de “*Credit Default Swap*” (CDS) e permitia reduzir o risco que os bancos teriam de reter por cada crédito concedido, através de um seguro de empréstimo. Os devedores teriam de pagar um prémio, tanto maior quanto maior fosse o risco implicado no empréstimo (isto é, quanto mais elevada fosse a possibilidade de incumprimento - *default*). A libertação da reserva permitia aos bancos aumentar o crédito concedido. Além disso, quanto mais elevado fosse o nível de risco, mas atractivo seria conceder o crédito, pois maior seria o prémio exigido pelo banco e, no caso de o devedor falir, o capital estaria garantido pela entidade “seguradora”.

Por outro lado, estes bancos poderiam vender o título de seguro, pois não haveria falta de clientes para um produto com tão “baixo risco” com um prémio associado tão elevado, o que veio a configurar um problema de agência (Jensen e Meckling, 1976)⁸.

⁸ A contínua transferência de risco entre instituições configurou um problema de agência, na medida em que deixou de haver simetria de informação quanto aos níveis de risco entre as partes envolvidas. Um problema de agência surge quando os interesses do *principal* (accionista) e do *agente* (gestores executivos) diferem, havendo assimetria de informação favorável ao agente, que lhe permite tomar decisões não óptimas ou ineficientes do ponto de vista do *principal*, sem que este reaja, por falta ou distorção de informação. Em termos genéricos a relação de agência estabelece-se quando o *principal* delega alguns direitos a um *agente*, que fica obrigado por um contrato formal ou informal a representar os interesses do *principal*, em troca de uma remuneração de qualquer espécie. A melhoria dos

A voracidade especulativa nos mercados financeiros rapidamente levou a que se perdesse a relação entre o valor de mercado dos títulos e aquilo que eles representavam, pois a motivação da compra do mesmo já não se encontrava na possibilidade de vir a receber o empréstimo titulado, mas em revendê-lo o mais rapidamente possível (como acontecia com os apartamentos em Miami). Imediatamente, com a liberdade de circulação de capitais a nível mundial e a velocidade com que são possíveis as transacções financeiras, o crédito hipotecário aos devedores de alto risco (*subprime*) disseminou-se pelo mundo. A contínua transferência de risco entre instituições agudizou o problema de agência, na medida em que deixou de haver simetria da informação quanto aos níveis de risco dos produtos transaccionáveis. As seguradoras foram segurando tudo, na ânsia de aumentarem os resultados, não sendo alheios a este fenómeno os problemas de *corporate governance*, sobretudo na menor importância que atribuíam ao risco. Como foi referido, os interesses dos gestores, estavam muito associados a resultados de curto prazo, pelo que usavam as possibilidades criativas das normas de contabilidade baseadas no *fair value*.

O clima expansivo acabou por levar os bancos centrais a subir as taxas de juro, o que começou a provocar dificuldades de pagamento aos investidores em bens imobiliários. Então, os seguros dos créditos foram accionados, o que atirou para a falência várias seguradoras. Os bancos de investimento, com carteiras carregadas de títulos baseados nos CDS e outros produtos derivados (“tóxicos”) foram atingidos rapidamente pelo incumprimento dos seus clientes, ficando também em situação de insolvência.

Nas duas décadas anteriores à crise, o “paraíso” do crédito fácil e barato possibilitou uma mudança de mentalidade mundial, em que as novas gerações, contrariamente às antigas que procuravam comprar a pronto e constituir reservas para as incertezas do futuro, passaram a viver e a consumir com base em expectativas (optimistas) quanto à sua situação futura. Assim, com especial destaque para a habitação, a transacção de bens e serviços deixou de se basear na circulação do dinheiro, passando a assentar na

rácios de solvabilidade dos bancos, por via da titularização de activos (“tóxicos”) configura um problema de agência entre os gestores da Banca (*agente*), por um lado, e os accionistas (*principal*) e entidade reguladora, por outro, pois os níveis de risco institucional percebido pelos segundos e terceiros era diferente do conhecido pelos primeiros. O mesmo problema de agência foi potenciado pelo recurso a veículos *off-shore* que permitiram esconder a identificação dos detentores dos activos neles parqueados, dando lugar à retirada dos balanços daquilo que os gestores entendessem não ser de revelar.

circulação da dívida. Quando o custo da mesma subiu e os incobráveis surgiram, o pânico facilmente se instalou e espalhou. Os bancos viram-se repentinamente com a necessidade de executar milhares de hipotecas e, como havia diminuído a procura de habitação, o seu preço reduziu-se bruscamente, deixando de ser atractivo para os devedores continuar a pagar à banca por bens que deflacionavam e cujas dívidas associadas eram significativamente superior ao valor dos imóveis. A atitude racional passou a ser “não pagar” e perder a habitação.

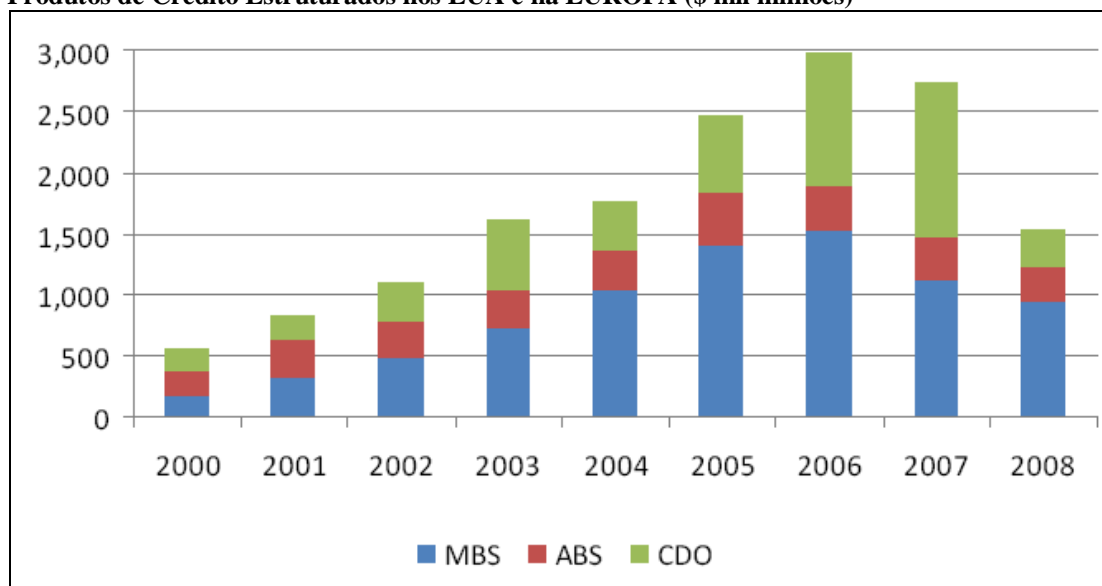
Um outro problema interligado com os anteriores foi a proliferação de *off-shores*⁹, na sua maioria localizadas em paraísos fiscais, que permitiram não só contornar grande parte da regulação nacional dos países, por motivos de competitividade fiscal, mas também a manutenção do anonimato na detenção e transacção de meios e instrumentos financeiros. Daí derivou a possibilidade das organizações de todos os sectores económicos dissimularem os níveis de risco crescentes na generalidade dos balanços, não sendo facilmente determinável pelas agências especializadas, qual o grau de vulnerabilidade existente, o que prorrogou a sensação de facilidade na derrogação de responsabilidades e a ilusão da invulnerabilidade do sistema. Não é, pois surpreendente que aos primeiros sinais de fragilidade tenha deflagrado um elevado risco sistémico que abalou o factor mais essencial dos mercados: a confiança. O dia 09 de Agosto de 2007 ficou conhecido como o dia da deflagração da bomba *subprime*.

⁹ Paraísos Fiscais. Chamam-se popularmente de *off-shores* as contas e empresas abertas em paraísos fiscais, geralmente com o intuito de pagar menos impostos do que no seu país de origem. As suas localizações mais comuns são as ilhas, (tais como as Bermudas, Jersey, Ilhas Cayman, etc.).

2.2.3 Portugal

Em Portugal, a titularização de activos desenvolveu-se com algum atraso relativamente ao resto da Europa, situação esta que se deve essencialmente a questões de normativo legal. No início dos anos 90, o mercado português não possuía massa crítica que permitisse beneficiar de um esforço de titularização. Nos anos 90, o mercado de créditos hipotecários não representava mais de 6 mil milhões de euros. No ano 2001, ocorreu a primeira tentativa de titularização de créditos hipotecários domésticos (*residential mortgage-backed securitization - MBS*), dando origem a títulos com uma maior maturidade. A primeira operação foi levada a cabo pelo Banco Comercial Português. As instituições bancárias iniciaram também em 2000 a estruturação da emissão de títulos garantidos (*collateralized debt obligations - CDO*), em que o colateral é constituído por instrumentos de dívida, geralmente títulos, que geram *cash-flows* suficientes para fazer face às responsabilidades da empresa veículo.

Gráfico 1 – U.S. & European Structured Credit Product Issuance (\$ mil milhões) – Emissão de Produtos de Crédito Estruturados nos EUA e na EUROPA (\$ mil milhões)



Fonte: European Securitization Forum, Inside Mortgage Finance, JP Morgan, SIFMA, and Merrill Lynch

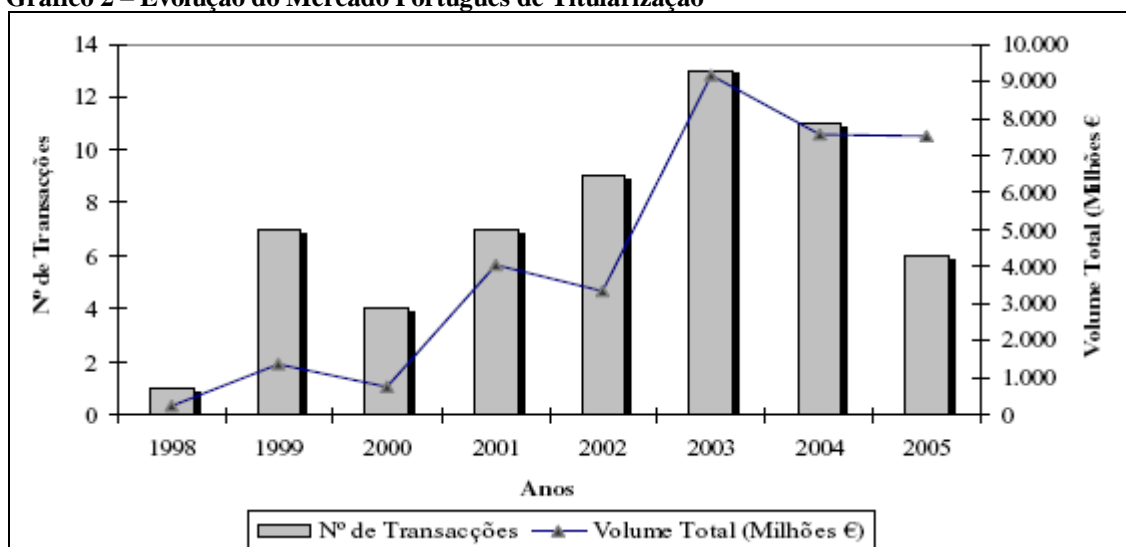
Durante os anos 1999 e 2000, a titularização incidiu essencialmente sobre empréstimos ao consumo, sobretudo automóvel, bem como sobre algum crédito a empresas. Tratava-se dos melhores créditos, em termos de risco, para ganhar a confiança dos agentes de

mercado e permitir um financiamento com custos relativamente baixos. Em finais do ano 2000, estas instituições começaram a emitir títulos com colateral de menor qualidade e com menor garantia, portanto, com notação mais baixa. Tal situação implicou o pagamento de um *spread* mais elevado, ainda assim mais baixo do que resultaria antes de alcançada a confiança do mercado. Apesar de se verificar um aumento do *spread* médio, a descida das taxas de juro do mercado interbancário favoreceu a queda dos cupões médios dos títulos emitidos. O mercado português de titularização sofreu em 2005, uma redução no dinamismo verificado em anos anteriores, principalmente no que se refere ao número de transacções desenvolvidas.

Fazendo um paralelo com Portugal, o termo *security* utilizado nos EUA, numa visão geral, tem o significado de valor mobiliário que, de acordo com o Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de Novembro, que estabelece o regime jurídico da titularização de créditos, actualizado pelo DL n.º 82/2002 de 5 de Abril; remete para regulamentação autónoma da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) a concretização de um conjunto de aspectos que dizem respeito à constituição e funcionamento dos fundos de titularização de créditos. As organizações que estão no centro destes títulos são designadas por Veículos de Titularização, indo ao encontro de algumas expressões anglo-americanas mais utilizadas, SPV – *Special Purpose Vehicles*, SPE – *Special Purpose Entities* (EUA) ou ainda SPC – *Special Purpose Companies*, (Ferreira, 2008, p.318).

Como se mostra no gráfico 2, apesar de se ter verificado em 2005 uma diminuição em cerca de 83,3% do número de transacções (11 em 2004 para 6 em 2005), o volume manteve-se semelhante ao de 2004 (2005: 7.534.750 milhares de euros; 2004: 7.559.500 milhares de euros). Em 2004, e em termos globais, verificou-se uma diminuição em cerca de 15,4% do número de transacções (13 em 2003 para 11 em 2004), bem como uma diminuição em cerca de 17,4% no volume, face a 2003; isto é, um volume total de 7.570.300 milhares de euros em 2004 contrasta com um volume total de 9.168.700 milhares de euros em 2003 (Fernandez, 2006).

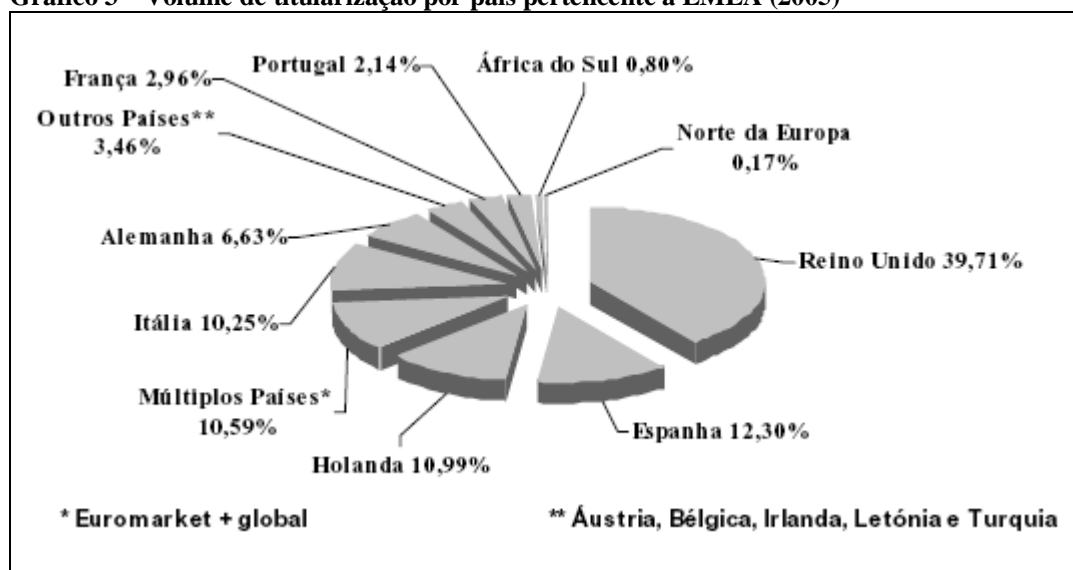
Gráfico 2 – Evolução do Mercado Português de Titularização



Fonte: Fernandez (2006)

Por oposição ao mercado português, o mercado da Europa, Médio Oriente e África (Europe, Middle East and Africa - EMEA) evidenciou, nos anos de 2004 e 2005, um aumento do volume de títulos emitidos em cerca de 12,8% (2004: 280.790 milhões de euros; 2003: 248.860 milhões de euros) e 45,1% (2005: 407.500 milhões de euros), respectivamente. Tal facto esteve directamente relacionado com um forte crescimento da titularização nos quatro maiores mercados de titularização da EMEA, isto é, Reino Unido, Espanha, Holanda e Itália. Em volume, as operações portuguesas representaram, no ano de 2005, 2,14% do volume total emitido neste mercado (Lautier e Kwateng (2006)).

Gráfico 3 – Volume de titularização por país pertencente à EMEA (2005)

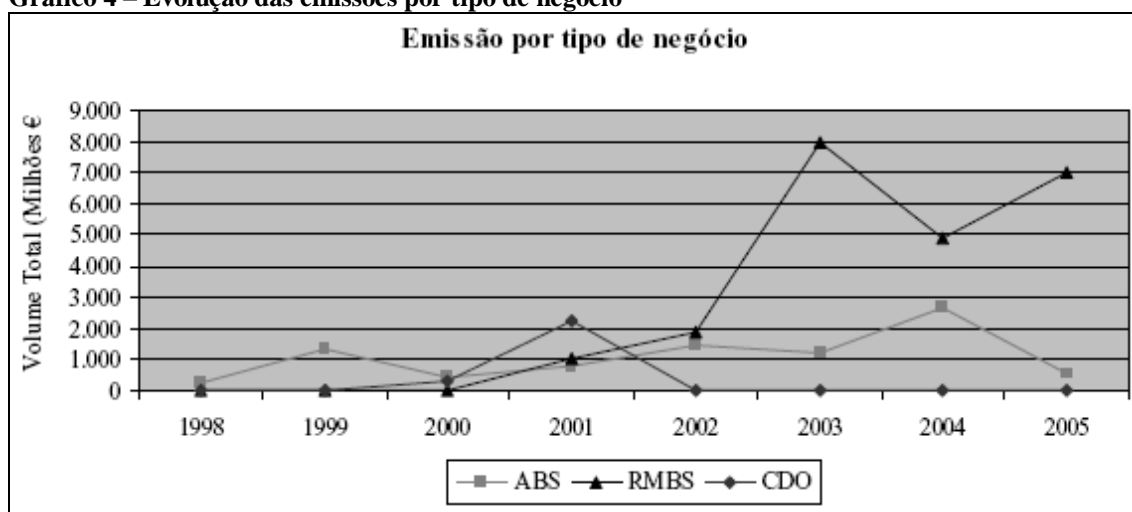


Fonte: Lautier e Kwateng (2006)

A tendência do mercado português para a estruturação de operações com dimensão mais elevada manteve-se nos anos de 2004 e 2005: em 2005 realizaram-se as maiores operações em termos médios, tendo sido realizada, em 2004, a maior operação de sempre no valor de 3.400 milhões de euros (HippoTotta N.º 3 PLC, estruturada pelo Crédito Predial Português, agora, Banco Santander Totta).

O mercado de títulos representativos de créditos hipotecários domésticos caracterizou-se, em 2005, por um forte dinamismo (93% do volume total), tal como demonstra o gráfico 3. O tipo de activos titularizados, no que respeita à emissão de títulos representativos de activos, repartiu-se em créditos ao consumo (BMORE Finance N.º 4 – emissão adicional) e créditos a Pequenas e Médias Empresas (PME`s) (Douro SME Séries 1). Em 2004, foram emitidos 1.663 milhões de euros de títulos pela Sagres STC – Explorer 2004 Series 1, compreendendo uma carteira de créditos de impostos e contribuições para a segurança social, facto que potenciou a criação da base para futuras titularizações de activos do Estado.

Gráfico 4 – Evolução das emissões por tipo de negócio

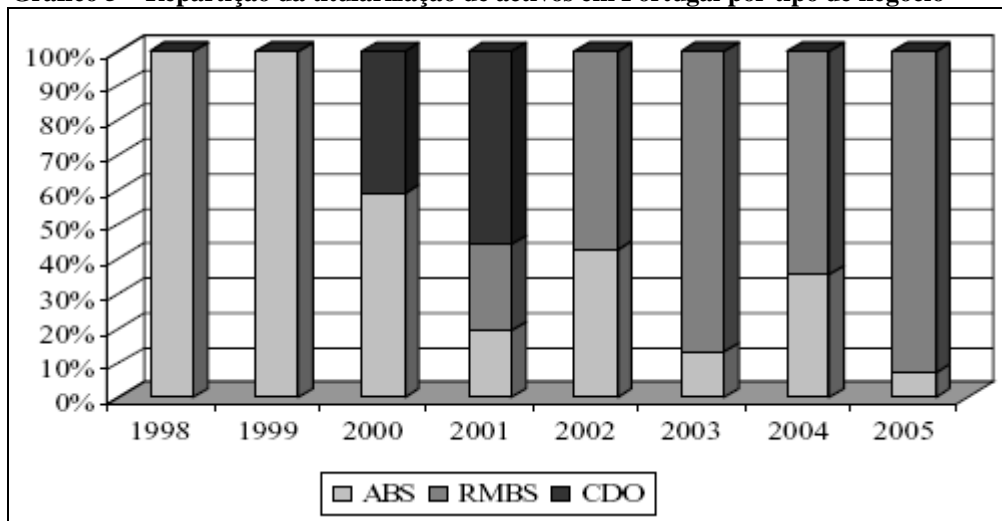


Fonte: Fernandez (2006)

As seis transacções portuguesas realizadas em 2005, incluindo a emissão adicional (*TAP*), foram separadas na emissão de títulos representativos de activos (*ABS*) (7%) e de títulos representativos de créditos hipotecários domésticos (*RMBS*) (93%), num total de 534.800 milhares de euros e 7.000.000 milhares de euros, respectivamente

(gráfico 4). Passados oito anos desde a primeira operação de titularização, são já 58 as operações portuguesas objecto de notação pública de risco de crédito (incluindo as operações *TAP*), totalizando 33.967 milhões de euros.

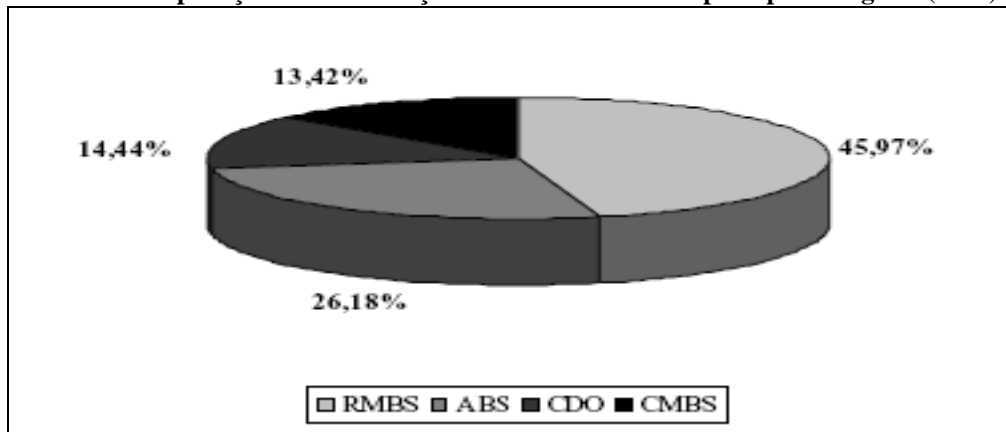
Gráfico 5 – Repartição da titularização de activos em Portugal por tipo de negócio



Fonte: Fernandez (2006)

Tal como observado no mercado português, a titularização de créditos hipotecários domésticos é aquela que apresenta maior expressão na *EMEA* (45,97%). Em segundo lugar surge a *ABS* com 26,18% do mercado (gráfico 5).

Gráfico 6 – Repartição da titularização de activos na EMEA por tipo de negócio (2005)



Fonte: Lautier e Kwateng (2006)

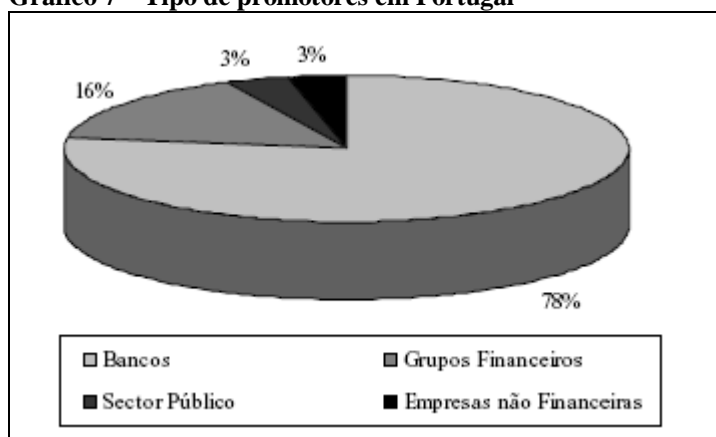
A reduzida dimensão do mercado português, aliada à igualmente reduzida dimensão de um considerável número de promotores, torna-se responsável por uma característica única deste mercado: tal como referem Stone e Zissu (2005), “*the mixing of assets in an attempt to create critical mass for securitization*”. De facto, créditos ao consumo são normalmente incluídos numa mesma carteira de activos que incorpora também créditos

a empresas e créditos automóveis. Apesar de esta dinâmica se apresentar também como característica do mercado italiano, não é nada comum no mercado europeu.

No que respeita ao tipo de emitentes, as instituições bancárias dominam a emissão, sendo-lhes atribuídos 78% das operações efectuadas até final de 2005 (45 de um total de 58). Os grupos financeiros situam-se em segundo lugar na ordenação, com cerca de 16% do total das emissões.

Num terceiro patamar, surgem as estruturas desenvolvidas por empresas não financeiras e pelo sector público (num total de 4 operações): no que respeita às primeiras, as duas operações desenvolvidas foram estruturadas em 2004 (promotores: Agrupamentos Complementares de Empresas e Inapa); quanto às segundas, uma foi desenvolvida em 2003 (promotor: Petrogal) e a outra em 2004 (promotor: Instituto de Gestão Financeira e Segurança Social).

Gráfico 7 – Tipo de promotores em Portugal



Fonte: Moody's e Deutsche Bank

No final do 4º trimestre de 2009, os valores geridos por fundos de titularização de créditos diminuíram em termos trimestrais e aumentaram relativamente ao período homólogo, situando-se nos 35.275 milhões de Euros no final do período conforme tabela indicada.

Tabela 1 – Indicadores agregados

	31-12-2009	30-09-2009	31-12-2008	Δ trimestral	Δ anual
N.º Entidades Gestoras	4	4	4	0	0
N.º Fundos	48	50	46	-2	2
Valor sob Gestão	35.275,0	37.356,2	32.908,7	-5,6%	7,2%

Unidade: 10⁶ Euro

Fonte: CMVM

No decurso de 4.º trimestre de 2009 foram liquidados dois fundos de titularização de créditos, ambos da Navigator, o SOFINLOC N.º 1 e o HIPOTTOTA N.º 9 FTC.

Os créditos continuaram a ser a principal componente do valor global dos fundos, destacando-se os créditos hipotecários (85,4%).

Tabela 2 – Investimentos por tipos de activos¹⁰

	31-12-2009		30-09-2009		31-12-2008		Unidade: 10 ⁶ Euro	
	Valor	% Total	Valor	% Total	Valor	% Total	Δ trimestral	Δ anual
Créditos Hipotecários	30.119,3	85,4%	32.300,6	86,5%	28.724,4	87,3%	-6,8%	4,9%
Créditos ao Consumo	3.065,8	8,7%	3.230,7	8,6%	2.174,0	6,6%	-5,1%	41,0%
Créditos sobre o Estado*	963,9	2,7%	970,6	2,6%	988,3	3,0%	-0,7%	-2,5%
Créditos de F. de Pensões	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	-	-
Créditos Futuros	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	-	-
Outros Créditos	18,3	0,1%	29,4	0,1%	17,2	0,1%	-37,7%	6,6%
Créditos	34.167,4	96,9%	36.531,4	97,8%	31.903,8	96,9%	-6,5%	7,1%
VM cotados	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	-	-
Dívida de Curto Prazo	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	-	-
Unidades de Participação	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	-	-
Liquidez	1.318,7	3,7%	1.115,3	3,0%	1.406,3	4,3%	18,2%	-6,2%
Empréstimos	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	-	-
Valores a Regularizar	-211,2	-0,6%	-290,5	-0,8%	-401,5	-1,2%	-27,3%	-47,4%
TOTAL	35.275,0	100,0%	37.356,2	100,0%	32.908,7	100,0%	-5,6%	7,2%

Legenda: (*) Ou a outras Pessoas Colectivas Públicas.

Fonte: CMVM

2.2.4 Risco de Crédito

As primeiras formas de protecção das carteiras de empréstimos consistiam no estabelecimento de regras baseadas na diversificação dos empréstimos, na compra e venda destes por parte de diferentes instituições financeiras, e em processos de titularização. Os derivados de crédito surgiram como uma evolução dos mecanismos de protecção de portfolios colocados à disposição das instituições financeiras.

A mais tradicional abordagem de gestão do risco de crédito envolvia o estabelecimento de normas (*underwriting standards*) a serem seguidas e que poderiam implicar a limitação do empréstimo a ser concedido, na determinação, pelo banco, dos valores e datas de amortização, ou na exigência de garantias adicionais. Outra forma tradicional de gestão de risco, era a diversificação dos empréstimos como forma de diluir o risco da

¹⁰ Dos activos que compõem o património dos FTC, pelo menos 75% devem ser créditos podendo o restante constituir aplicações em valores mobiliários cotados em mercado regulamentado e títulos de dívida de curto prazo (pública ou privada) - Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de Novembro, alterado pelo Decreto-Lei n.º 82/2002 de 5 de Abril e pelo Decreto-Lei n.º 303/2003 de 5 de Dezembro.

concentração destes numa determinada região geográfica ou dentro de uma mesma indústria. Com isso, possibilitava-se que graves problemas económicos envolvendo regiões ou indústrias não atingissem por completo os devedores, que não estariam concentrados geograficamente ou numa mesma indústria. Dessa forma, o banco reduzia a volatilidade dos seus ganhos. Bancos locais, por sua vez, apresentariam dificuldades de diversificar as suas carteiras. Surgiram então as operações de compra e venda de empréstimos, na qual um banco poderia vender um empréstimo a outro banco ou a um investidor institucional. Depois de concedido o empréstimo, o banco rapidamente o venderá a outros investidores. Ele fica com uma comissão sobre o empréstimo inicial e deixa que o risco de crédito seja assumido pelo novo investidor.

Na titularização é possível que determinados empréstimos sejam agrupados e posteriormente vendidos. Por exemplo, a divisão financeira de uma indústria automóvel pode combinar vários dos seus empréstimos num único pacote e, posteriormente, vender partes deste pacote a outras instituições financeiras. Do ponto de vista de um investidor, a compra desta parcela do pacote é atractiva porque a diversificação através dos vários empréstimos contidos no pacote reduziria o seu risco e, por sua vez, uma correlação imperfeita com os outros activos do comprador ajudaria a reduzir o risco das suas aplicações.

Os mercados para activos titularizados e a comercialização de empréstimos possibilitaram grandes avanços na gestão do risco de crédito. Entretanto, nos EUA, a titularização só é viabilizada com empréstimos que possuem esquemas de pagamento idênticos e padronizados e com características de risco de crédito similares, como hipotecas residenciais. Empréstimos com propósitos comerciais ou industriais, que possuem diferentes níveis de crédito, apresentariam inviabilidade de realização. Para contornar esses problemas, surgiram então os derivados de crédito.

2.2.5 Derivados de Crédito

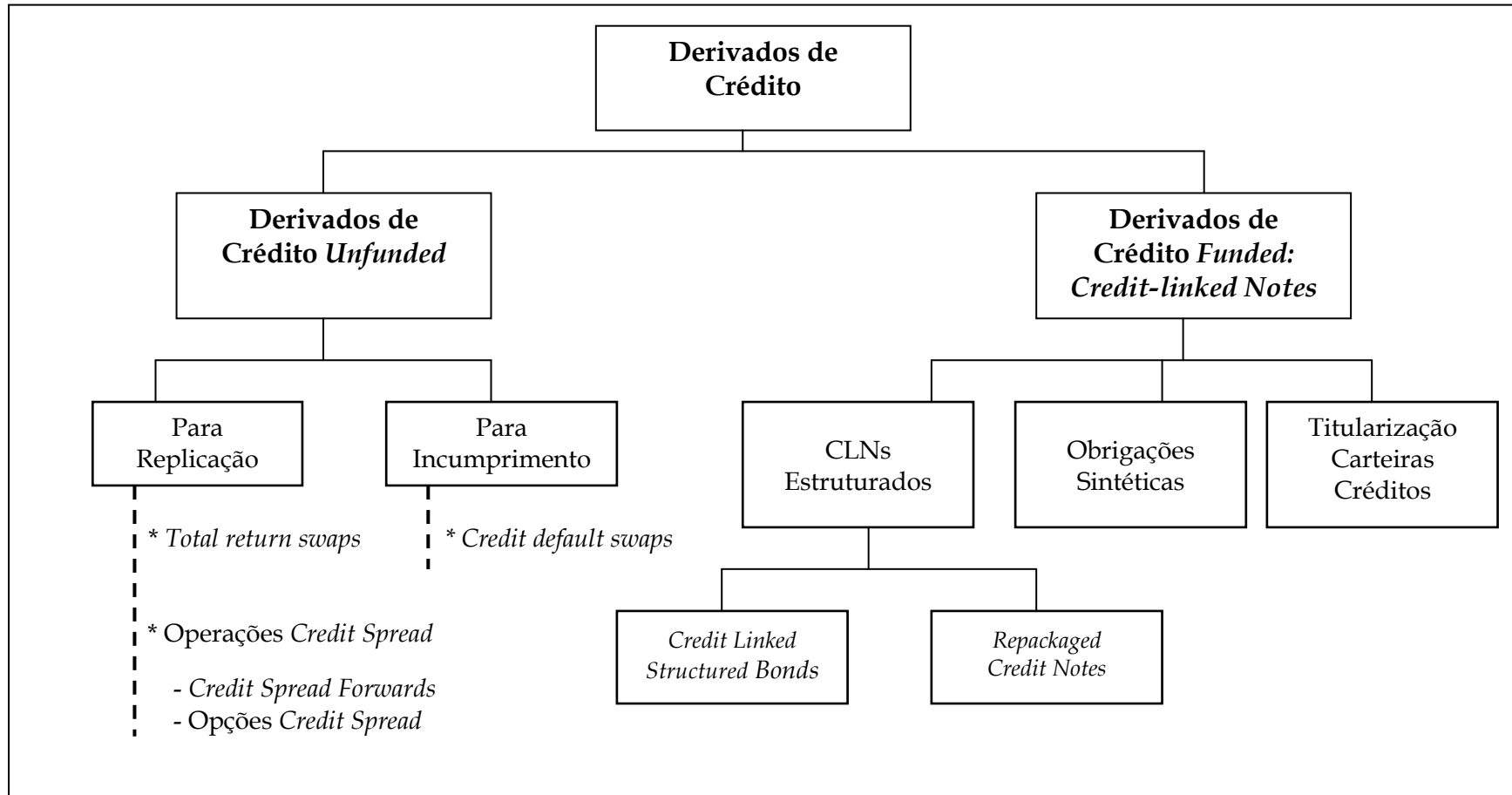
Os mercados para activos titularizados possibilitaram grandes avanços na gestão do risco de crédito. É uma evolução recente que transformou a posição das instituições financeiras, sendo que a titularização representa um papel fundamental. Derivados de crédito são contratos financeiros que asseguram a cobertura das eventuais perdas

decorrentes do risco de crédito. Esses contratos possibilitam aos investidores, devedores e bancos novas técnicas para gerir o risco de crédito.

Os derivados de crédito mais relevantes são os produtos associados com o incumprimento (*credit default products*) e que podem ser subdivididos em dois grupos, *funded* e *unfunded*, conforme existam ou não activos de suporte (ver gráfico esquemático na página seguinte).

Esses contratos possibilitam aos investidores, devedores e bancos novas técnicas para gerir o risco. São de quatro tipos principais: *swaps* de crédito, opções de crédito, *credit default swaps* e *credit-linked notes*.

Figura 1 – Derivados de Crédito



Fonte: Domingos Ferreira, SWAPS e Derivados de Crédito, Capítulo 10, 2008, Edições Sílabo

Swaps de Crédito

Os *swaps* de crédito possibilitam a redução do risco através de diversificação. São instrumentos de *hedging* atractivos para bancos comerciais cujos portfolios de empréstimos estão concentrados em determinadas indústrias ou áreas geográficas. Em vez de diversificar a sua carteira com empréstimos para empresas situadas fora de sua área de actuação, ou da compra e venda de empréstimos, o banco pode efectuar um *swap* dos pagamentos de alguns empréstimos com outras instituições.

Opções de crédito

Opções de crédito são o segundo tipo de derivados de crédito usados para proteger investimentos contra mudanças adversas na classificação do crédito. Um investidor pode cobrir o valor de uma obrigação. Em caso de incumprimento, o investidor poderá exercer a sua opção, recebendo o valor da obrigação e incorrendo apenas no desembolso do prémio da opção. Caso não ocorra o incumprimento, ele receberá a obrigação normalmente, tendo para isso, da mesma forma, desembolsado o valor do prémio da opção.

Enquanto os investidores claramente têm incentivos para comprar opções de crédito, seria natural questionar quem actuaria como emissor dessas opções. Nos EUA, os principais emissores são companhias de seguros, que cobram prémios adequados ao risco assumido, diversificando-os através da venda de opções de crédito em diversas indústrias e em diferentes áreas.

Credit Default Swaps

Os contratos de permuta financeira de crédito (“CDS”) são instrumentos de crédito que servem para cobrir os supostos riscos associados a outros activos. Estes, são muito usados para cobrir o risco das dívidas públicas, sobretudo as dos países mais fragilizados com a crise financeira e económica. O titular recebe um pagamento compensatório se um determinado número de títulos, objecto do contrato, apresentar incumprimento. O originador transmite o risco de crédito associado à carteira de referência para uma instituição de crédito ou para uma SPV, o qual, por sua vez, procede á transferência desse mesmo risco de crédito para os investidores, titularizando os mesmos através da emissão de CLN. Limita, portanto,

o risco de crédito. É adequado para investidores que permitem pequenas perdas mas desejam protecção para perdas maiores.

✚ *Credit-Linked Notes*

Títulos vinculados a créditos (“CLN”). Este é um outro derivado de crédito que pode ser usado por emissores de títulos para protecção contra o risco de crédito. Uma CLN – *Credit-Linked Note* é uma combinação de uma obrigação comum com uma opção de crédito. Como uma obrigação, assegura pagamentos periódicos de juros, com um pagamento maior ao final. A opção de crédito associada permite ao emissor reduzir o valor do pagamento do título em função da ocorrência de um evento desfavorável. O originador emite valores mobiliários com risco de crédito associado à carteira de referência, transferindo directamente o risco respectivo para os investidores.

✚ *Total Return Swap*

Contratos de permuta financeira de fluxos de crédito (“TRS”). O originador transmite para uma instituição de crédito ou para um SPE, os direitos que detém sobre o portfolio de referência cujos rendimentos passam a ser, assim, recebidos pelo cessionário, sem que ocorra uma cessão de créditos. O cessionário assume o risco económico inerente ao portfolio de referência que transmite para os investidores, titularizando o mesmo através da emissão de CLN. Diferentemente do que ocorre no CDS, no TRS a protecção que o originador compra é uma protecção contra qualquer risco inerente ao portfolio de referência, nomeadamente risco de mercado e de crédito, e não apenas protecção relativamente ao risco de crédito.

2.2.6 Credit Value at Risk – CVaR ou CaR

Um dos modelos mais recentes desenvolvidos para a gestão de risco de crédito consiste na utilização da teoria do Value at Risk como instrumento de medição do grau de risco. A designação *Credit-at-Risk* (CaR) é análoga à de *Value-at-Risk* (VAR)¹¹. *CaR*

¹¹ Sobre o VAR – *Value - at - Risk*, ver, entre outros, Domingos Ferreira, *Opções Financeiras Avançadas*, Capítulo 8, 2006, Edições Sílabo.

(designado também como, *Credit Var*) permite quantificar a exposição ao risco de crédito, assim como, avaliar o que sucede se a composição das carteiras de crédito for alterada. O VaR consiste numa estimativa da perda máxima que uma carteira é capaz de apresentar durante um período de tempo, baseada no comportamento passado dos activos que a compõem, ou seja, calculada em função de volatilidades e correlações anteriores. Pode, portanto, ser entendido como a perda potencial dada uma variação inesperada nas condições de mercado, num determinado período. O acordo de Basileia, que apresentou as regras gerais para gestão de risco, determinou que o VaR de uma instituição financeira está limitado pelo seu património líquido. A questão passa a ser gerir o risco ou a exposição e não evitar o risco. O risco é o elemento que permite, num mercado perfeito, ganhos ou perdas acima da taxa livre de risco. Para gerir efectivamente os riscos, é necessário estabelecer as políticas propostas no acordo da Basileia, determinando os parâmetros para avaliar e limitar o VaR. Observe-se que os parâmetros de segurança ou intervalos de confiança e os períodos de dados históricos utilizados para estimar os dados futuros são diferentes para cada instituição.

O VaR diferencia-se das medidas tradicionais de risco, como o desvio padrão, por considerar apenas as flutuações reais de um activo. O VaR irá avaliar as variações possíveis na taxa do título em relação ao caminho esperado que ele percorreria, ou seja, a estrutura de taxas. Para exemplos mais complexos, como derivados, o cálculo do VaR é fundamental. Como cada derivado apresenta fluxos de caixa complexos e combinações que permitem até eliminar certos aspectos das flutuações de risco, não podemos dispensar o VaR.

Pela própria definição de VaR, devemos considerar apenas as variações ou desvios inesperados. O VaR total de uma organização não é simplesmente a soma de todos os VaR individuais de cada operação, pois como já foi dito, existem combinações de activos e instrumentos derivados próprias para reduzir o risco total, lembrando que os derivados são os instrumentos financeiros projectados para gerir o risco. Além de descontar o efeito dessas combinações, devemos calcular as correlações entre todos os outros activos. Isto porque uma mudança nas taxas de juro, por exemplo, pode reflectir a subida de um activo e descida de outro e não uma queda simultânea. Aqui será aplicável a fórmula da volatilidade resultante da teoria de portfolios, somando as volatilidades de todos os activos com os pares de correlações. Depois de estimar a

volatilidade, determinamos o VaR multiplicando a estimativa da volatilidade pela posição actual do banco e pelo quantil da distribuição teórica considerada. No caso da distribuição normal estandardizada sabe-se que o valor do quantil é aproximadamente 1,65 e 2 para um nível de confiança de 90% e 95,5%, respectivamente.

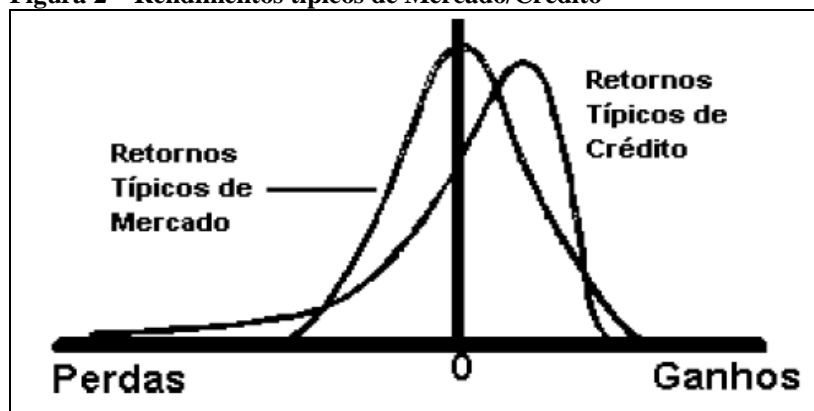
Esse novo modelo foi criado pelo JP Morgan, sendo publicado em 1997 com o nome de *Credit Metrics* – CM. A sua metodologia pretende gerar dois resultados principais:

- a) A quantificação do valor em risco devido ao crédito; e
- b) O limite de crédito baseado no risco.

Com isso será possível a obtenção do valor em risco (VaR) de um conjunto de activos, representados por instrumentos de crédito, em função da probabilidade de mudança da classificação de risco da empresa credora. Ou seja, alterações negativas da classificação de uma empresa implicam um aumento do prémio pelo risco, expresso pelo aumento das taxas de juro do período – o que, para títulos, ocasiona uma redução do seu valor de mercado.

Portanto, todas as referências ao risco de crédito dentro da metodologia desenvolvida nas *Credit Metrics* serão sempre em relação ao valor instantâneo negociado pelo mercado, independente do seu valor contabilístico. Para fazer uma comparação do VaR devido ao crédito com o VaR de um portfolio de mercado, devemos considerar que os retornos típicos de mercado têm distribuição esperada aproximadamente normal enquanto os retornos de crédito são limitados superiormente, conforme podemos comparar na figura a seguir:

Figura 2 – Rendimentos típicos de Mercado/Crédito



Fonte: <http://www.infinitaweb.com.br>

Para determinar a distribuição dos retornos dos instrumentos de crédito, não bastará conhecer a média e o desvio-padrão já que sua distribuição não é normal. Para

complementar a informação será necessário um longo processo de simulações com os valores para conseguir as probabilidades associadas.

Observe-se, por exemplo, a matriz de transição de estado apresentada a seguir:

Figura 3 – Matriz de Transição

RATING NO FINAL DO ANO (%)								
Rating inicial	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	Default
AAA	90,81	8,33	0,68	0,06	0,12	0	0	0
AA	0,7	90,65	7,79	0,64	0,06	0,14	0,02	0
A	0,09	2,27	91,05	5,52	0,74	0,26	0,01	0,06
BBB	0,02	0,33	5,95	86,93	5,3	1,17	0,12	0,18
BB	0,03	0,14	0,67	7,73	80,53	8,84	1	1,06
B	0,00	0,11	0,24	0,43	6,48	83,46	4,07	5,2
CCC	0,22	0	0,22	1,3	2,38	11,24	64,86	19,79

Fonte: Standard & Poor's Credit Week (15 April 96), em *Credit Metrics*, 1997, p.25

Podemos observar que uma obrigação com classificação AAA possui 90,81% de probabilidade de estar, no ano seguinte, com a mesma classificação. Mas quando um banco empresta a várias empresas, com inúmeras classificações de risco, em diferentes volumes, é preciso considerar a correlação existente entre essas séries para definir o valor total em risco para toda a carteira de títulos em crédito da instituição. Também é preciso calcular a probabilidade de uma empresa mudar de classificação de risco, dadas as mudanças anteriores. Os conceitos da teoria de portfolios são aplicáveis à análise de crédito, já que ela estuda as condições de risco de uma carteira de activos, dependendo das correlações entre esses activos.

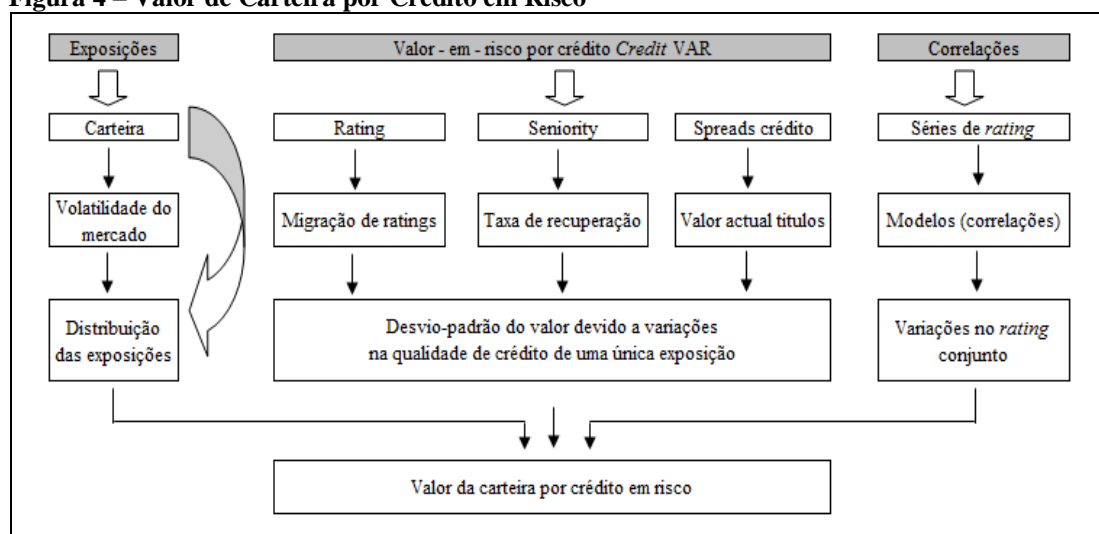
O risco de crédito é avaliado para cada tipo de produto financeiro, incluindo empréstimos tradicionais, letras de crédito, operações de renda fixa, contratos comerciais e derivados, como *swaps* e futuros. A abordagem da teoria das carteiras ao risco de crédito tem o objectivo de quantificar e controlar a concentração e as dimensões de risco, e estabelecer os limites de crédito para a empresa.

A análise do valor em risco devido ao crédito é diferente do valor em risco de mercado do portfolio porque só ocorrem variações bruscas no valor dos títulos em casos de incumprimento ou de um grande salto de classificação (de AAA no ano N para CCC no ano N+1, por exemplo). Os ganhos possíveis com operações de crédito são limitados

superiormente, porém, as perdas potenciais em casos extremos são maiores quando comparados aos produtos típicos do mercado financeiro.

O primeiro desafio encontrado no problema da definição do VaR devido ao crédito é a modelação dessa curva de rendimentos típicos com operações de créditos, que será resolvido através de simulações baseadas nos dados nos valores esperados e na volatilidade desses valores. O segundo desafio é empírico, e envolve a determinação da correlação entre os diversos instrumentos de crédito, que serão obtidas indirectamente através dos preços das acções em bolsa ou resumidas apenas entre as classes de risco de crédito. Isso vai gerar um outro problema, pois essa generalização pressupõe que todas as empresas com a mesma classificação se irão comportar da mesma maneira. No quadro a seguir vemos representada, de forma detalhada, a proposta de avaliação de risco de crédito encontrada no *Credit Metrics* para vários activos:

Figura 4 – Valor de Carteira por Crédito em Risco



Fonte: *Credit Metrics*, 1997

Para expandir esse resultado para dois ou mais activos, deveremos considerar as sobreposições entre as suas distribuições, pois o VaR será apenas o valor residual ou diferencial do conjunto. A título de exemplo considere-se a probabilidade de uma empresa AA e de outra empresa BB baixarem de notação de crédito. Observe-se que para calcular a probabilidade de ambas baixarem de classificação irá depender da correlação entre as matrizes de transição. Aqui entra a teoria das carteiras, para calcular a volatilidade resultante. Para cada uma das empresas deve determinar-se a distribuição dos retornos, para poder considerar a composição das suas exposições. Em caso de

incumprimento, diversos factores irão determinar o tempo em que será possível recuperar o crédito, porém um factor que parece ser determinante é o nível de privilégios que a dívida concede sobre as outras. O valor corrente de cada obrigação é negociado para chegar ao seu valor de mercado. Com a determinação dos riscos conjunturais e estruturais de cada empresa, e a aplicação da metodologia é possível determinar a decisão de conceder crédito a uma próxima companhia, de acordo com o impacto que essa decisão causará no VaR de crédito.

2.2.7 Detalhes do modelo *Credit Metrics*

O modelo *Credit Metrics* trabalha com um horizonte anual, já que a maioria das informações de crédito está disponível apenas nessa base. Porém, o modelo é genérico e pode ser utilizado em qualquer período em que hajam dados disponíveis. Como já vimos nos quadros anteriores, o modelo consiste de três passos principais:

- a. O cálculo dos diferentes perfis de exposição e a dinâmica de cada um em bases comparativas,
- b. O cálculo da volatilidade do valor devido às migrações na qualidade de crédito, para cada exposição individualmente considerada e os dados necessários para completar cada passo e,
- c. O cálculo da volatilidade do valor devido às migrações de crédito em todo o portfolio e nas diferentes abordagens das correlações entre essas migrações.

Para o primeiro passo, devemos conhecer os diversos instrumentos financeiros que incorporam alguma espécie de risco de crédito, além dos riscos normais de mercado. Quando existe uma migração na classificação de crédito, o valor do título costuma sofrer uma variação correspondente. Quando estudamos o primeiro passo da metodologia *Credit Metrics* precisamos de determinar, para cada instrumento, a probabilidade de haver uma variação na qualidade de crédito e dada essa variação, qual seria a mudança esperada no valor do título. Esse valor, ponderado pelas probabilidades de mudança para cada um dos possíveis estados, é a estimativa da exposição relativa ao crédito. Os primeiros instrumentos financeiros a sofrer com o incumprimento são as contas a receber dos seus clientes ou o seu activo circulante. As exposições desse tipo são consideradas de acordo com o valor total inicial ou contabilístico. Esses recebíveis têm normalmente o seu vencimento inferior ao horizonte de risco do modelo (1 ano para o *Credit Metrics*). São, por isso, desnecessárias as considerações a efeito das migrações na qualidade de crédito para esses instrumentos, sendo apenas relevante a situação de

incumprimento. Porém, para os recebíveis com data de vencimento superior a um ano devemos considerar o modelo completo. A exposição de uma obrigação com taxas flutuantes estará sempre próxima de zero. Para títulos com taxas fixas, especialmente aqueles com horizontes mais longos, os Efeitos de flutuações do mercado sobre o risco é considerável, e pode ser considerado similar ao Efeito num empréstimo. Também são analisados empréstimos com garantias de novos empréstimos ou compromissos (*commitments*), letras de crédito, que podem ser analisados como variações dos casos dos títulos e dos empréstimos. Com isso chegamos aos três factores genéricos que determinam mudanças futuras na classificação de crédito:

1. A quantia total emprestada,
2. Mudanças esperadas no total emprestado devido a alterações na classificação de crédito,
3. As margens e taxas necessárias para reavaliar o valor da nova posição.

Para os instrumentos derivados, como swaps e futuros, a reavaliação do comportamento futuro torna-se mais complexa. Isso deve-se ao facto de o risco de mercado e o risco de crédito estarem profundamente correlacionados. Essa reavaliação pode ser feita como a soma do valor actual do fluxo de caixa futuro esperado, desconsiderando a probabilidade de incumprimento com o total que pode ser perdido em caso de incumprimento.

Para o segundo passo da metodologia, ou o cálculo da volatilidade do valor nas exposições individuais de crédito, devemos seguir os seguintes passos:

1. Determinar a probabilidade simples de uma empresa com uma classificação genérica de crédito mudar de classificação ou tornar-se incumpridora dada uma matriz de transição de crédito,
2. Reavaliar, no horizonte de risco, a taxa de recuperação em caso de incumprimento, conhecendo as prioridades das dívidas, e
3. Combinar as probabilidades obtidas no primeiro passo com os valores obtidos no segundo passo, para calcular a volatilidade total do valor no caso de uma mudança na classificação de crédito.

Por exemplo, um título com classificação BBB no início do ano pode estar, ao final deste ano, com qualquer uma das outras sete classificações possíveis, ou ainda estar em incumprimento. Dado que o valor do título ao final do ano será 100, caso a classificação continue como BBB, sabemos que qualquer mudança para uma classificação melhor, ou em direção à notação AAA, representará um acréscimo no valor desse título. Porém qualquer movimento em direção à classificação CCC, ou ao incumprimento, implicará uma perda de valor muito mais que proporcional.

Em relação ao terceiro passo e para uma carteira de títulos, devemos considerar o segundo passo em conjunto para todos os activos. Se uma obrigação pode migrar para 8 possíveis estados, n títulos, poderão estar em $8*n$ combinações possíveis de classificações ao final do ano. O valor do portfolio em cada um desses $8*n$ estados pode ser obtido com a adição simples dos valores dos instrumentos em cada um dos seus estados. Porém o valor esperado total do portfolio considerando todos os possíveis $8*n$ estados, requer a observação da probabilidade de observação desses valores, e da correlação entre as possíveis transições conjuntas. Essas correlações, dadas em agências especializadas de *ratings*, só estão disponíveis em bases de tempo muito dispersas, carregando influências de conjunturas económicas e crises do passado, sendo um tanto ou quanto inadequadas. Por isso podemos criar modelos para estimar as correlações entre as probabilidades conjuntas de migrações na qualidade de crédito. Em primeiro lugar poderíamos usar as correlações entre as margens de juros cobradas nos diferentes títulos para as diferentes entidades. Em segundo lugar poderíamos usar um modelo de correlações constantes, beneficiado pela simplificação do modelo. Para uma abordagem conservadora poderiam tomar-se todas as correlações no pior caso, como sendo iguais a 100%. Finalmente, poderiam estimar-se essas correlações pelas correlações das acções negociadas em bolsa, que costumam ser um indicador eficaz das informações de mercado do valor da empresa, com dados disponíveis em bases diárias, porém, com todos os problemas inerentes a esse tipo de simplificação. Essa última simplificação assume que quando o valor da entidade decresce suficientemente, essa empresa entrará num cenário de *default*. Poderíamos até criar um modelo de correlações entre tipos de indústrias para determinar a matriz de crédito.

Como resultado, conclui-se que utilizando esta metodologia chegaremos à medida do valor em risco do portfolio devido ao crédito, como diagnosticado anteriormente. Desta

forma podemos determinar acções para reduzir (ou até aumentar) a exposição ao risco de crédito, em função dos valores absolutos em risco e da volatilidade desses valores. Tradicionalmente, os limites de crédito têm sido determinados sem considerar o risco total do portfolio, através de modelos arbitrários. Limitar o crédito em função do risco é uma abordagem muito mais técnica, que permite aumentar o valor da empresa, através da redução dos seus níveis de risco. Agora, para uma decisão de conceder ou não crédito, devemos considerar os Efeitos marginais que esse novo título irá causar ao VaR actual, e se esse novo limite não está acima do máximo de risco aceitável. É uma nova forma para o cálculo da concessão de crédito, dos valores a serem cobrados de cada instrumento para compensar esse risco, e de um novo padrão de medidas.

Em suma, as entidades que concedem crédito às empresas têm à sua disposição ferramentas cada vez mais sofisticadas para avaliar com precisão as suas decisões. A evolução desses instrumentos passou por um processo de aperfeiçoamento em que são apresentados modelos que encerram vantagens, introduzindo o conceito de risco nas decisões de crédito. Entretanto trazem também desvantagens, incluindo o aparecimento de outros tipos de risco que precisam de ser geridos adequadamente. O modelo actual apresentado no meio académico baseia-se do conceito de VaR na gestão de crédito. Basicamente, este novo modelo pretende gerar dois principais resultados: a quantificação do valor em risco devido ao crédito e do limite de crédito baseado no risco. Com isso será possível a obtenção do valor em risco (VaR) de um conjunto de activos, representados por instrumentos de crédito, em função da probabilidade de mudança da classificação de risco da empresa credora. A grande distinção entre o VaR de um portfolio de mercado, que foi a teoria básica e inovadora, e o VaR devido ao crédito é que enquanto os retornos típicos de mercado têm distribuição esperada normal, os retornos de crédito são limitados superiormente, não bastando conhecer a média e o desvio, mas exigindo um longo processo de simulações com os valores para se obterem as probabilidades associadas.

Percebe-se que apesar dos avanços tecnológicos, existem dificuldades de ordem prática no levantamento dos dados. Por exemplo, dados de classificação de crédito só estão disponíveis em bases de dados anuais. Para calcular as correlações entre as possíveis transições de estado teríamos que retroceder a um período muito longo e pouco representativo da situação actual.

2.3 Tipos de Titularização

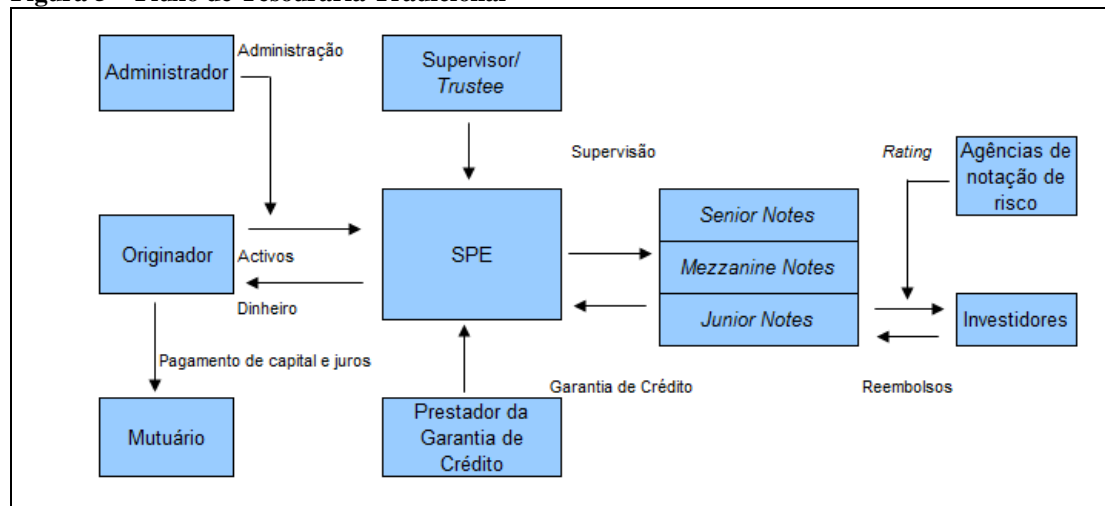
Existem dois tipos de titularização, a tradicional (TT) e a sintética (TS), conforme analisamos seguidamente.

Tanto a TS como a TT consubstanciam mecanismos tendentes à emissão, colocação e comercialização no mercado de valores mobiliários cujo desempenho está associado a determinadas carteiras de referência.

2.3.1 Titularização Tradicional

Num processo deste tipo, o originador recebe dinheiro, resultante da troca de um conjunto de activos, normalmente créditos que são reformulados, por agrupamentos ou titularizados. Para financiar esta aquisição, a SPE emite um conjunto de obrigações, denominadas de *Asset-Backed Securities* – *ABS*, normalmente divididas em várias classes ou tranches de diferentes notações de risco. Estas obrigações são, regra geral, avaliadas por agências de *rating* internacionais. A titularização bem sucedida geralmente exige, pelo menos, uma classificação de risco “AA”. A título de exemplo, um fabricante industrial com uma classificação de *rating* de crédito média de “B” possui dificuldades em financiar o seu capital junto dos bancos. Porém, esse fabricante vendeu bens de capital a clientes com uma classificação de *rating* de crédito “AA”, gerando dívidas a receber em fluxos de caixa. Esse fluxo, é denominado por recebível, podendo ser utilizado para estruturar uma operação de titularização, em que o fluxo de recebíveis será a garantia do pagamento do título emitido aos investidores, ou seja, não depende do risco do fabricante, mas da capacidade dos devedores (clientes) em saldar esse fluxo. A principal característica deste tipo de operações é a de que o originador tenta efectuar uma cessão efectiva e completa dos activos através de uma venda (*true sale*). Apresenta-se um esquema que representa uma TT.

Figura 5 – Fluxo de Tesouraria Tradicional



Fonte: Bohringer, Lotz, Solbach e Wentzler – *Convencional versus Synthetic Securitization 2001*

A fundamentação da operação é que os valores mobiliários emitidos pela companhia “securitizadora” (*trust*) terão maior aceitação no mercado de capitais por não envolverem os riscos da empresa originadora, mas somente os riscos dos títulos adquiridos pela “securitizadora”, conforme demonstrado na figura acima.

A classificação de risco da operação dar-se-á sobre o risco da “securitizadora” à medida que ela restringirá o seu risco ao dos recebíveis que possui e ainda poderá contar com uma garantia. Desse modo, a “securitizadora” conseguirá obter melhor *rating* do que a originadora, conseguindo captar recursos a um custo inferior e oferecendo menor risco de crédito para os investidores.

De acordo com Gaggini (2003, p.33), para melhor visualizar a diferença de riscos de crédito, são comparadas duas hipóteses conforme se segue:

✚ *Hipótese 1*

O originador opta pela captação de recursos por meio de uma emissão pública de títulos (sem garantia real).

✚ *Hipótese 2*

O originador opta por uma operação de “titularização” de activos, na qual o emissor dos títulos será uma SPE.

Na primeira hipótese, o originador pretende capturar recursos pela emissão própria de títulos. Nesse caso, o risco dos títulos estará vinculado ao risco da sociedade emissora. Na avaliação e análise de risco de crédito, serão consideradas todas as relações das quais a sociedade (originador) participa em função do seu negócio principal, influenciando directamente a classificação de *rating* de crédito.

No caso de falência da companhia emissora de títulos, os investidores irão concorrer com os demais credores da empresa, habilitando os seus créditos conforme a sua qualidade e aceitando a ordem de preferência de créditos de acordo com a lei da falência.

O risco de crédito de um investidor de títulos está centrado na qualidade do risco de crédito do emissor e, na hipótese de ocorrência da falência da companhia emissora dos títulos, existirá grande probabilidade de o emissor de títulos não obter, sequer, a restituição do montante principal investido, devido ao grande número de credores que a empresa possui, no desenvolvimento da sua actividade de negócios.

Na segunda hipótese, o originador deverá optar por uma operação de titularização dos activos. Nesse caso, será constituída uma SPE, que será a emissora dos títulos a vender ao mercado. O originador utilizará a estrutura da titularização para segregar o risco dos valores a receber do seu próprio risco de crédito, com o objectivo de obter um custo menor de captação, pois, tal estrutura oferece um risco mitigado aos investidores.

Apesar de os títulos emitidos pelas SPE estarem submetidos ao mesmo regime jurídico dos demais emitidos por qualquer empresa sob a forma de Sociedade Anónima, o risco de crédito será muito menor, restringindo-se ao eventual risco de negligência dos daqueles títulos a receber.

Essa segregação do risco de crédito decorre do facto de que a SPE é uma sociedade que tem como único objectivo adquirir aqueles valores a receber já titularizados, para posterior emissão dos títulos (ou outros valores mobiliários), não possuindo outros credores ou dívidas senão aquelas decorrentes da titularização, visto que essa sociedade não desempenha nenhuma outra actividade, diferentemente dos objectivos da originadora.

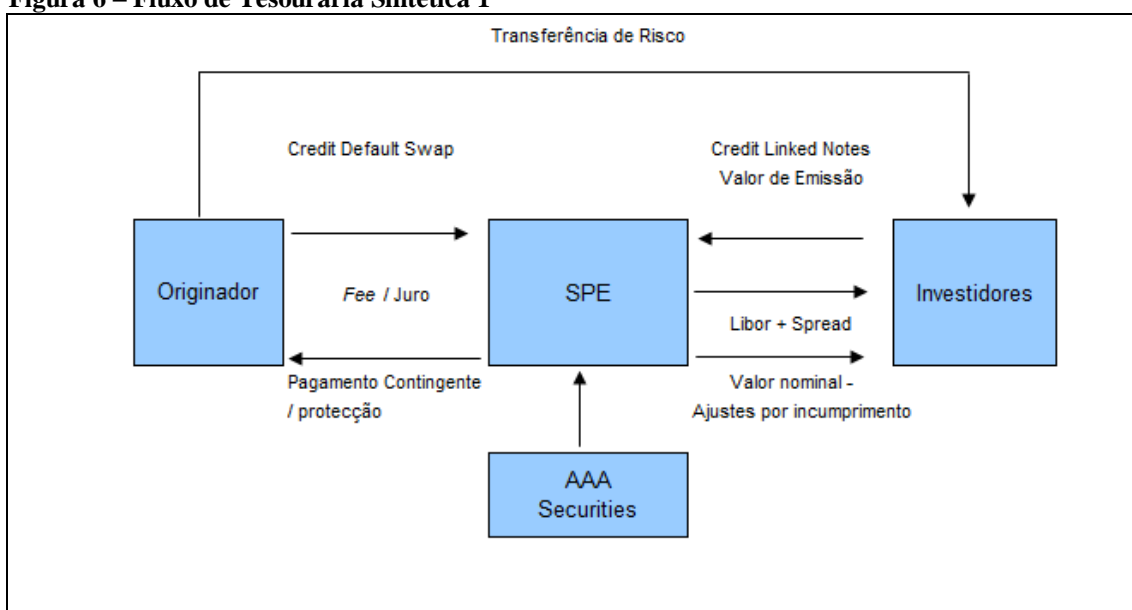
Mediante este cenário, somente existirão os investidores como credores dos títulos da SPE, sendo que terão os seus créditos garantidos pelos valores a receber que a SPE adquiriu da originadora.

Na titularização, os recebíveis são abatidos aos activos da originadora e não tem mais nenhum tipo de relação, de forma que, se esta vier a falir, aqueles valores não serão arrecadados pela massa falida, uma vez que não pertencem à originadora, mas à SPE, que os adquiriu, mediante o pagamento à vista do instrumento de cessão de crédito.

2.3.2 Titularização Sintética

Na TS (conforme figura a seguir), os activos continuam com a instituição financeira, porém ela compra uma protecção de crédito junto a uma SPE que emitirá títulos. Ao contrário da TT, aqui não se verifica a transferência dos activos mas sim a transferência do risco subjacente aos activos reconhecidos no Balanço através de derivados de crédito. Em regra, o banco originador contrata um *credit default swap* com uma SPE, tendo por base um determinado conjunto de activos base (*reference portfolio*), pelo qual paga um determinado *fee* ou juro em troca de protecção para o risco de crédito do portfolio de referência. Numa fase posterior, a SPE emite obrigações para financiar o pagamento contingente ao qual está exposto.

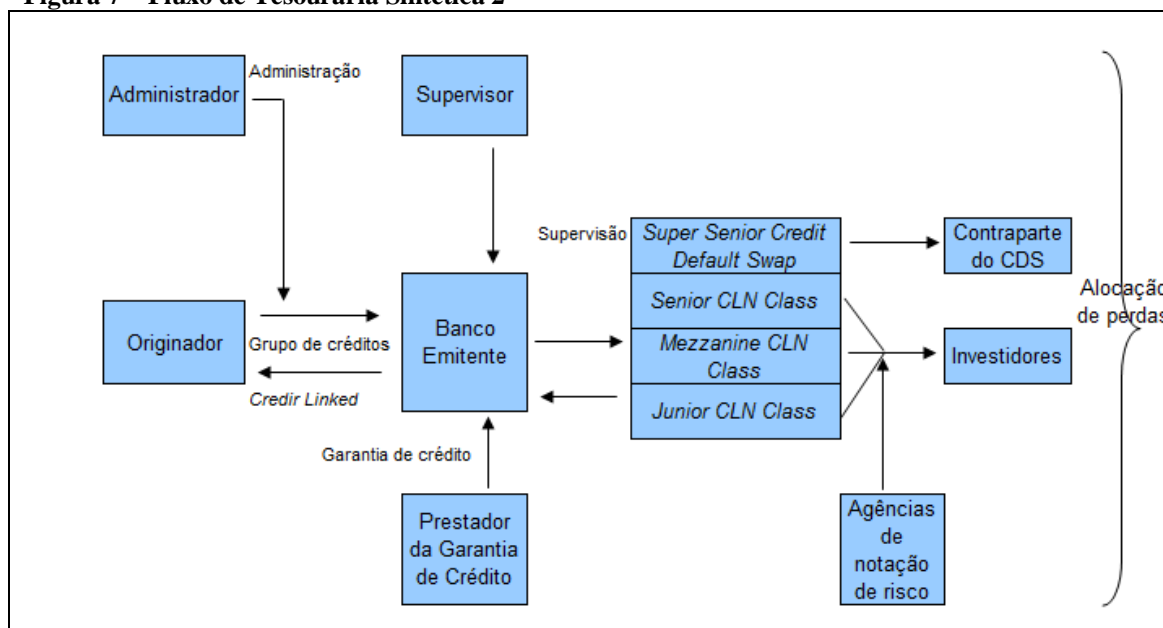
Figura 6 – Fluxo de Tesouraria Sintética 1



Fonte: Bohringer, Lotz, Solbach e Wentzler – *Convencional versus Synthetic Securitization 2001*

A operação acima enunciada pode ainda ser efectuada sem a utilização de uma SPE. Neste caso concreto, o originador agrega os activos de referência num determinado grupo homogéneo (*pool*) e emite uma combinação de *credit linked notes* para parte da carteira e a parte remanescente é coberta através de um *credit default swap*. De salientar que o banco emitente (*issuer bank*) e o banco originador (*originator bank*) são a mesma entidade, representando o portfolio, o activo, e as *credit-linked notes*, o passivo. O esquema anunciado apresenta-se da seguinte forma:

Figura 7 – Fluxo de Tesouraria Sintética 2



Fonte: Bohringer, Lotz, Solbach e Wentzler – Conventional versus Synthetic Securitization 2001

2.3.2.1 Titularização Sintética *versus* Titularização Tradicional

Numa análise comparativa, concluímos também que, em geral, tanto a TS como a TT possibilitam a gestão dos riscos de crédito, por parte do originador, permitindo, nomeadamente:

- ✚ A transferência para o mercado dos riscos de crédito associados à carteira de referência do originador;
- ✚ A diminuição dos requisitos de fundos próprios regulamentares impostos para os activos que constituem a carteira de referência do originador, embora em diferentes níveis,

- ✚ Na TS os activos não são, normalmente, transmitidos, transmitindo-se apenas o risco aos mesmos subjacentes.

Enquanto a TT implica a efectiva transmissão de créditos «true sale», na TS não ocorre qualquer transmissão de créditos, mas apenas a transmissão do risco de crédito associado aos mesmos. Consequentemente, enquanto na TT os activos transmitidos são removidos do balanço do originador, na TS os activos permanecem nesse balanço. Em termos práticos a TS permite ao originador obter fundos e/ou transmitir risco de crédito, sem que os activos relativos a essa obtenção e ou transmissão sejam retirados do seu balanço.

Por outro lado, a TT implica sempre a obtenção de fundos por parte do originador, mas a TS nem sempre. COM Efeito, a TS pode, ou não, implicar tal obtenção consoante ocorra através, respectivamente, da emissão directa de CLN, do recurso a um TRS ou através de um CDS.

Outra diferença importante entre a TT e a TS a ter em conta é o facto de na TT o risco de crédito do originador continuar a ser um elemento estrutural significativo no que respeita à geração de activos e aos requisitos da respectiva gestão, mas sem estar vinculado à estrutura da titularização, nem ser afectado por esta. Na TS, diferentemente, a geração de activos e os padrões da respectiva gestão pelo originador podem, ou não, constituir um elemento estrutural, mas o originador aparece normalmente como directamente vinculado à estrutura (através da celebração de CDS ou TRS), ou seja, o prémio pago pelo originador no âmbito dos derivados de crédito constitui parte dos fundos com que a contra parte do CDS ou TRS conta no cumprimento das suas obrigações para os investidores, enquanto emitentes das CLN.

No que respeita ao risco de crédito associado à carteira de referência, na TT tal risco é sinónimo do risco de crédito do emitente dos valores mobiliários com ele relacionados, uma vez que os activos titularizados constituem normalmente os únicos activos do emitente. Por este motivo é da máxima importância efectuar uma *due diligence* aos activos titularizados, bem como monitorizar os fluxos financeiros oriundos dos devedores. Já na TS, e uma vez que não ocorre *true sale*, o risco de crédito do emitente das CLN é autónomo do risco de crédito daquele portfolio, sendo objecto de avaliação

também autónoma. Em consequência, a credibilidade do emitente no mercado tem de ser construída separadamente¹². Adicionalmente, na TS não existe necessidade de monitorização de fluxos financeiros oriundos dos devedores, nem da realização da *due diligence* aos activos titularizados mas apenas do controle de eventos de créditos ou níveis de incumprimento previamente estabelecidos no âmbito do instrumento derivado de crédito utilizado.

Por fim, a TT e a TS apresentam diferenças importantes no que respeita a montagem, estruturação e custos. Com Efeito, a TT implica uma maior complexidade, custos de estruturação mais elevados e mais tempo, porquanto envolve:

- ✚ A necessidade de um gestor de créditos;
- ✚ Um maior numero de contratos inerentes à transmissão do activos;
- ✚ Uma dependência directa entre o pagamento das CLN¹³ e os fluxos financeiros da carteira de referência, o que tem como consequência uma complexidade acrescida da gestão daquele pagamento.

Ora a TS dispensa o gestor de créditos, uma vez que o originador continua a geri-los em nome próprio e, na medida em que não implica transmissão de activos, dispensa também uma estrutura contratual complexa. Quando efectuada através do recurso a derivados de crédito, o pagamento da CLN não depende directamente dos fluxos financeiros da carteira de referência, mas dos fluxos financeiros originados pelo CDS ou pelo TRS, pelo que a complexidade da respectiva gestão é menor.

2.3.3 Atracções da Titularização Sintética

A TS ocorre sempre que o proprietário dos activos a titularizar pretender:

- (i) obter fundos sem que para o efeito transmita quaisquer activos (que permanecem no seu balanço);
- (ii) transferir o respectivo risco para o mercado de capitais; ou ainda em grande parte dos casos;

¹² O risco de crédito do emitente envolve dois aspectos essenciais: os activos detidos pelo emitente e, dependendo da estrutura, a credibilidade do originador. Se a estrutura for objecto de notação de risco, o rating de cada um destes aspectos terá impacto no rating atribuído à operação na sua totalidade.

¹³ Trata-se do pagamento ao detentor das CLN: seja o pagamento de um rendimento periódico, seja o pagamento devido no respectivo vencimento.

(iii) atingir objectivos de índole contabilística e prudencial

Através do recurso à TS, as instituições de crédito conseguem obter fundos sem que o portfolio de referência saia do seu balanço. Através do recurso quer à emissão de CLN quer ao TRS o titular do portfolio de referência consegue reproduzir o Efeito económico da cessão desses activos, antecipando o recebimento das receitas inerentes.

2.3.4 Ratio de Solvabilidade e Libertação de Fundos Próprios

Para as instituições de crédito o principal objectivo da TS é a gestão dos riscos de crédito associados às respectivas carteiras de activos (empréstimos e obrigações), com vista à diminuição dos requisitos de fundos próprios regulamentares impostos para esses activos (libertação de fundos próprios) os quais sendo libertados, aumentam a liquidez financeira das instituições de crédito.

A lei impõe às instituições de crédito um determinado rácio de solvabilidade¹⁴. Tal rácio é apresentado pela relação adequada entre o montante dos seus fundos próprios e os dos seus elementos do activo e extrapatrimoniais, ponderados em função do respectivo risco (Fundos próprios/elementos do activo e extrapatrimoniais). Quanto menor for o risco, menor será o volume dos activos ponderados e, conseqüentemente, menores serão os fundos próprios exigidos para a respectiva cobertura.

A libertação de fundos próprios obtida para um determinado portfolio de referência varia normalmente em função da graduação de risco, sob a forma de um coeficiente de ponderação determinado, atribuída pela lei nacional do comprador de protecção aos riscos incorridos pela entidade vendedora de protecção. Utilizando como exemplo regras prudenciais em vigor em Portugal: o coeficiente de ponderação a atribuir aos elementos do activo de uma instituição de crédito para efeitos de crédito da Zona A é de 0% se for um Banco central de um país da Zona A¹⁵.

¹⁴ As regras fundamentais sobre ratio de solvabilidade aplicáveis às instituições de crédito portuguesas estão hoje consagradas na versão actualizada do Aviso do Banco de Portugal 1/93 de 08.06.03, e no DL 250/2000 de 13 de Outubro.

¹⁵ Para efeitos de aplicação dos referidos coeficientes de ponderação em Portugal, deverá ter-se em conta que o Banco de Portugal tem vindo a considerar que os CDS, para efeitos do seu enquadramento em termos prudenciais, devem ser equiparados a garantias, tal como mencionado na Carta Circular nº 39/2004/DSB de 15.06.2004.).

De notar que, quando a TS não se encontra expressamente regulada na lei, como acontece em Portugal, cabe à entidade supervisora/reguladora, responsável pela supervisão do cumprimento das normas prudenciais, a apreciação da estrutura em causa, com vista à decisão sobre se a mesma é ou não susceptível de conferir a desejada liberação de fundos próprios.

2.3.5 Concentração de Riscos

As instituições de crédito têm de respeitar concentrações de risco impostas pela lei, ou seja, elas não podem exceder uma determinada percentagem de risco para cada cliente¹⁶. Também aqui o recurso à TS se torna muito útil.

Exemplificando: o Banco A tem uma exposição elevada de risco relativamente ao seu cliente B. No entanto, pretende negociar com este cliente um novo financiamento cuja concessão o fará ultrapassar os limites de exposição ao risco relacionados com uma só entidade. Para não perder o seu cliente por um lado, nem violar as regras prudências a que está sujeito por outro lado, o Banco A transmite o risco de crédito (compra protecção) associado ao cliente B ao Banco C (vende protecção), que por sua vez o titulariza, transferindo-o para os investidores.

2.3.6 Asset-Backed Securities - ABS vs Mortgage-Backed Securities - MBS

No final dos anos de 1970, o mercado de obrigações (*bonds*) de empresas dos EUA presenciou a introdução de operações estruturadas, nas quais o risco de crédito da emissão desses títulos deixou de ser baseado no risco de crédito do emissor, ou seja, da entidade responsável pela emissão.

Os títulos (*bonds*) lançados nessa nova estrutura eram representados por um conjunto de recebíveis, especificamente originados por operações de empréstimos ou financiamentos, sendo que o fluxo de caixa dos títulos correspondia exactamente ao

¹⁶ Aviso 10/94 de 18.11.94, que regula a matéria estabelecendo entre outras a regra geral, o valor dos riscos perante um cliente ou um grupo de clientes ligados entre si não podem exceder 25% dos fundos próprios da instituição que os assume.

fluxo de caixa dos recebíveis. Este tipo de estrutura ficou conhecido nos EUA como *Asset-Backed Securities* (titularização dos activos).

Conforme figura nº 7 acima referida, as obrigações emitidas pelo SPE denominam-se de *Asset-Backed Securities*, sendo que a distinção existente entre este tipo de títulos e os *Mortgage-Backed Securities* reside no tipo de activo que lhe está subjacente e que ao mesmo tempo lhe serve de fonte primária de reembolso. Os MBS têm subjacente uma carteira de crédito à habitação que é a fonte de reembolso primário das obrigações, enquanto que as restantes possuem todos os outros tipos de créditos.

2.3.6.1 Exemplos de operações de *Asset backed securities* - ABS

Em 1992, a empresa Chrysler Motor utilizou-se de uma estrutura de *Asset Backed Securities - ABS*, após passar por uma redução (*down grade*) no seu *rating* de crédito, ou seja, foi reduzido de BB para “B+”. Outro exemplo foi uma operação estruturada pelo Banco Goldman Sachs para o Rockefeller Center, resultando na emissão de títulos no valor de 1,2 mil milhões de dólares americanos, em que o recebível dessa operação foi a hipoteca do complexo de edifícios localizados em Manhattan, New York. O risco dessa titularização foi classificado pelas agências de *rating* de crédito da época como *rating* “AAA” (a melhor classificação de risco possível – Ver Anexo 3).

Um outro exemplo de operações de ABS aconteceu na Inglaterra, em 1977, quando David Bowie, uma estrela de Rock britânico, estabeleceu uma empresa que comprava *royalties* dos seus álbuns. A empresa financiou a compra desses *royalties* com a venda de \$55 milhões em títulos a 10 anos, com uma taxa de juros de 7,9% ao ano. Os recibos de *royalties* foram usados para fazer os pagamentos dos juros e do principal sobre os títulos.

Posteriormente, em 2002, o estúdio do director de cinema Steven Spielberg, lançou um fundo de investidores chamado *DW Funding LLC*, atraindo vários investidores. Tal fundo possuía direitos de crédito sobre as bilheteiras e publicidade de diversos filmes consagrados daquele director.

Actualmente, os instrumentos de titularização dos activos nas suas mais diversas formas, ABS – *Asset-Backed Securities* e MBS – *Mortgage-Backed Securities* e CDO – *Collateralized Debt Obligation*, constituem um conjunto de obrigações de dívida, garantido por um conjunto diversificado de activos, representam as operações realizadas no mercado americano e se destacam como o maior mercado de titularização mundial.

3 Perspectiva sobre consolidação das SPE¹⁷ nas informações Consolidadas das IAS/IFRS¹⁸

3.1 Normativo aplicável conforme as normas Portuguesas

O regime da titularização dos créditos em Portugal encontra-se actualmente previsto no Decreto-Lei n.º 43/99, de 5 de Novembro, diploma que já foi alvo de diversas alterações introduzidas pelos Decretos - Lei n.º 82/2002 de 5 de Abril (As STC deixam de ser sociedades financeiras, n.º 303/2003 de 5 de Dezembro (Titularização pode cobrir outros activos e pode referir-se a créditos vencidos), e n.º 52/2006 de 15 de Março (Harmonização linguística com quadros conceptuais decorrentes da transposição da Directiva do Prospecto).

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

A proposta apresentada visa introduzir alterações ao nível do alargamento do leque de activos susceptíveis de titularização, que tinham tipicamente como activos titularizados os créditos hipotecários. Posteriormente, outros tipos de créditos passaram a ser titularizados, como é o caso dos créditos emergentes de operações de locação financeira, de cartões de crédito, créditos a empresas (incluindo pequenas e médias empresas) e créditos ao consumo, entre outros. No panorama internacional, à titularização dos créditos sucedeu a titularização de outros tipos de activos, em especial, a titularização de activos intangíveis, como os direitos de propriedade intelectual (*royalties*), os quais têm as famosas «*Bowie Bonds*» como ex-libris.

No cenário nacional, os activos susceptíveis de titularização reconduzem-se, no entanto, apenas e tão só, aos «créditos», reivindicando o mercado a consagração de novos tipos de activos subjacentes. É neste contexto que a CMVM veio propor a redenominação das sociedades de titularização de créditos e dos fundos de titularização de créditos para

¹⁷ *Special Purpose Entity* ou, por tradução directa, Entidade com Finalidades Especiais.

¹⁸ *International Financial Reporting Standards* ou, por tradução directa, Normas Internacionais de Contabilidade e de Relato Financeiro.

«sociedades de titularização de activos» e «fundos de titularização de activos», conjuntamente com uma expressa consagração na lei da possibilidade de serem titularizados outros activos, que não créditos, desde que os mesmos reúnam as seguintes características:

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

Tornam-se, assim, admissível a titularização de activos litigiosos (desde que o cedente garanta a sua exigibilidade e o contrato de cessão de activos mencione claramente as situações de litigioso pendentes, os eventuais vícios contratuais ou os ónus e encargos que recaiam sobre os activos cedidos) e de activos intangíveis (tais como direitos de propriedade intelectual ou industrial), desde que preenchidas as condições acima referidas. Por outro lado, a CMVM propôs que a «TS» passasse a estar expressamente prevista na lei. Nesta situação não existe uma transferência dos activos, mas apenas uma cessão dos fluxos financeiros ou riscos associados a um conjunto de activos ou de entidades (como sucedeu na mediática titularização no Reino Unido das receitas do Grupo Tussaud ou, em Portugal, uma operação realizada pelo Millennium BCP). Exige-se apenas que os fluxos financeiros, direitos, obrigações ou riscos a transmitir (presentes ou futuros) sejam quantificáveis ou previsíveis, estejam livres de restrições legais ou convencionais e ainda que esteja garantida a sua exigibilidade pelo cedente.

3.1.1 Consolidação

Em Portugal não existiu regulamentação sobre informação consolidada até 1991, o que foi ultrapassado pela publicação do Decreto-Lei n.º 238/91¹⁹, de 2 de Julho. As normas

¹⁹ O DL 238/91, foi publicado no diário da republica n.º149, Série I-A, e teve como objectivo transpor para o direito interno as normas de consolidação de contas estabelecidas na 7ª Directiva da CE, que tem como finalidade coordenar as legislações nacionais sobre a elaboração, revisão e publicação das contas consolidadas anuais, incluindo o relatório de gestão consolidado, de forma a assegurar a comparabilidade e equivalência da informação financeira entre os diversos estados membros. Deve ainda ser referido que, com a introdução da Directriz Contabilística n.º 18. As Normas Internacionais de Contabilidade passam também a ser subsidiariamente aplicáveis em Portugal e, portanto, também servem de enquadramento nesta matéria da consolidação.

de consolidação passaram a constar do Plano Oficial de Contabilidade, (POC) aprovado pelo Decreto-Lei nº 410/89, de 21 de Novembro, tendo surgido assim a obrigação geral de as empresas portuguesas sujeitas ao POC elaborarem, divulgarem e publicarem contas consolidadas, entretanto revogado pelo Sistema de Normalização Contabilística (SNC).

Por seu lado, a consolidação das demonstrações financeiras de algumas instituições financeiras está regulamentada pelo Decreto-Lei nº 36/92, de 28 de Março, e a estrutura e o conteúdo das demonstrações financeiras consolidadas destas instituições, bem como os métodos e critérios a utilizar na sua elaboração, estão fixados no Anexo à circular do Banco de Portugal, Série A, nº 235, de 22 de Abril de 1992.

De forma geral, a técnica aplicada em ambas as consolidações é a mesma e, em quase tudo, idêntica à que é internacionalmente seguida. Porém, na Disposição Transitória das suas Instruções Técnicas de Consolidação de Contas anexadas à citada circular, o Banco de Portugal fixou que, na primeira consolidação de demonstrações financeiras, a compensação do valor contabilístico dos investimentos em empresas englobadas na consolidação e a reavaliação pelo método da equivalência patrimonial das empresas-filiais excluídas da consolidação e das empresas-associadas é feita em relação ao valor da proporção nos capitais próprios respectivos reportados à data de encerramento do exercício a que as demonstrações financeiras se referem.

Significa isto que o Banco de Portugal exige que, no balanço da primeira consolidação, as diferenças na consolidação das demonstrações financeiras das empresas filiais e as diferenças de reavaliação das empresas-filiais excluídas da consolidação e das empresas associadas sejam apuradas relativamente à quota-parte do total do capital próprio na data da consolidação (englobando, conseqüentemente, os resultados dessas empresas apurados no próprio exercício).

A demonstração dos resultados consolidados apenas apresentará os resultados das operações da empresa-mãe. Esta circunstância terá, pois, que ser adequadamente divulgada no Anexo ao balanço e à demonstração de resultados consolidados. Nas consolidações de demonstrações financeiras posteriores, a compensação pela proporção do capital próprio que o investimento englobado pela primeira vez na consolidação representa deixa de ser já a da data de encerramento do exercício.

De acordo com o Regulamento do Conselho e do Parlamento Europeu n.º 1606/2002, de 19 de Julho, as sociedades cujos valores mobiliários (acções e/ou obrigações) estejam admitidos à negociação num mercado regulamentado de qualquer Estado-membro devem elaborar as suas contas consolidadas em conformidade com as Normas Internacionais de Contabilidade e de Relato Financeiro (IAS/IFRS), com início em 1 de Janeiro de 2005. O referido Regulamento determinou ainda a apresentação de informação comparável para o exercício de 2004, excepto no que respeita às normas, IAS 32 (divulgação de instrumentos financeiros), IAS 39 (reconhecimento e mensuração dos instrumentos financeiros) e IFRS 4 (contratos de seguros), que só entraram em vigor no dia 01.01.2005.

Em 12 de Novembro de 2009, o IASB emitiu a IFRS 9 - *Instrumentos financeiros*, como o objectivo de substituir a IAS 39 - *Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração*. A IFRS 9 vem introduzir novos requisitos para a classificação e mensuração de activos financeiros que devem ser aplicados a partir 1 de Janeiro de 2013, com a adopção antecipada permitida. O IASB pretende expandir a IFRS 9, durante 2010, para adicionar novos requisitos para a classificação e mensuração dos passivos financeiros, desreconhecimento de instrumentos financeiros, imparidade, e contabilidade de cobertura. Até final de 2010, a IFRS 9 será um substituto completo à IAS 39.

Através do Aviso n.º 1/2005, o Banco de Portugal regulamentou a aplicação das referidas normas e estabeleceu o modelo de reporte para as entidades sujeitas à sua supervisão.

Com a adopção das IAS, o perímetro de consolidação das instituições supervisionadas pelo Banco de Portugal, sujeitas à prestação de contas consolidadas, passou a incluir outras entidades que antes não se encontravam abrangidas por aquele perímetro, designadamente empresas de seguros e outras empresas, mesmo aquelas com actividade predominantemente não financeira. A legislação nacional que define a prestação de contas das instituições supervisionadas pelo Banco de Portugal²⁰, incluindo a definição

²⁰ Decreto-lei n.º 36/92, publicado em 28 de Março.

do perímetro de consolidação, foi alterada já no ano de 2005²¹, passando a dispor de forma semelhante ao que decorre da aplicação das IAS.

Atendendo a que a supervisão prudencial em base consolidada, da competência do Banco de Portugal, continua a incidir unicamente sobre instituições financeiras, foi necessário alterar a regulamentação existente no sentido de se esclarecer que, sempre que o perímetro definido em conformidade com as IAS incluísse sociedades com actividades dissimilares, aquela supervisão seria efectuada sobre um perímetro mais restrito, que exclui aquelas entidades. As participações em filiais que sejam excluídas por este motivo, serão tratadas no processo de consolidação pelo método de equivalência patrimonial (“*equity method*”).

Além disso, o Banco de Portugal analisará casuisticamente a inclusão de algumas novas sociedades no perímetro de consolidação, designadamente “*special purpose entities*” (SPE) que detenham, no seu balanço, activos titularizados pelo grupo consolidante. Embora a IAS 27²² (Demonstrações financeiras consolidadas e separadas) contemple um conceito de controlo bastante próximo do definido na denominada 7ª Directiva (Directiva n.º 83/349/CEE, relativa às contas consolidadas), e da SIC²³12 - *Interpretation Consolidation - Special Purpose Entities*, (Consolidação - Entidades com Finalidades Especiais), a referida IAS 27 vem introduzir critérios adicionais quando está em causa a consolidação de SPE, nomeadamente com base num conceito mais amplo de controlo, o qual deverá ser aferido a partir da substância (em detrimento da forma) da relação entre duas entidades (seguem-se alguns critérios e entra-se em consideração com “*todos os factores relevantes*” que possam, precisamente, indicar a existência de uma relação, mesmo numa situação em que não exista participação no capital). O Banco de Portugal deverá ter em conta este enquadramento, entre outros aspectos, na avaliação

²¹ Decreto-lei n.º 35/2005, de 17 de Fevereiro

²² IAS 27 (revisão), ‘Demonstrações financeiras separadas e consolidadas’ (a aplicar para os exercícios que se iniciem em ou após 1 de Julho de 2009). A revisão a esta norma ainda não se encontra adoptada pela União Europeia. A revisão desta norma requer que as transacções com os interesses não controlados sejam registadas no Capital Próprio, quando não há alteração no controlo sobre a entidade. Quando há alterações no controlo exercido sobre a entidade, qualquer interesse remanescente sobre a entidade é remensurado ao justo valor por contrapartida dos ganhos/(perdas) registados no resultado do exercício

²³ *Standing Interpretation Committee*.

da inclusão de uma SPE no perímetro de consolidação para Efeitos prudenciais em função do interesse que a sua integração venha a ter para os objectivos da supervisão.

3.2 Normativo aplicável conforme as normas do IASB e do FASB

No âmbito do *International Accounting Standards Board* (IASB), a norma que trata da consolidação de sociedades de propósito específico encontra-se na SIC 12. Trata-se de uma interpretação, de aplicação obrigatória à norma básica sobre consolidação constante do *International Accounting Standards 27 – Consolidated and Separate Financial Statements* (IAS 27).

3.2.1 Perspectiva da IAS 27²⁴ e SIC 12²⁵

A IAS 27 - Demonstrações Financeiras Consolidadas e Separadas é aplicada na preparação e apresentação de demonstrações financeiras consolidadas de um grupo de entidades sob o controlo de uma empresa-mãe.

Deve ser igualmente utilizada na contabilização de investimentos em subsidiárias, em entidades conjuntamente controladas e em empresas associadas quando essas optarem por DF separadas ou quando tal lhes for exigido por legislação aplicável. Esta norma não trata de métodos de contabilização de “combinações de negócios” e dos seus Efeitos na consolidação, que são tratados na IFRS 3 – *Business Combinations*.

A IAS 27 é aplicada na preparação e apresentação de demonstrações financeiras consolidadas de um grupo de empresas sob o controlo de uma investidora. O parágrafo 13 da IAS 27 estabelece que a consolidação deve incluir todas as empresas que sejam controladas pela investidora e menciona que “presume-se que existe controlo quando a

²⁴ Exposure Draft - ED 10 - Consolidated Financial Statements. Esta nova norma tem por objectivo substituir a IAS 27 e a SIC 12. A ED 10 propõe uma nova definição de controlo, mais abrangente, como “o poder de dirigir a actividade de uma entidade”, em vez de “o poder de definir as políticas financeiras e operacionais”. Não se espera que esta alteração tenha impactos significativos na identificação das entidades operacionais a consolidar, mas de acordo com o novo conceito de “entidade estruturada” que substitui o de “entidade de fim especial”, poderá aumentar o número de sociedades veiculo a incluir na consolidação dos grupos, uma vez que é dado maior ênfase à existência de “restrições à tomada de decisão” em detrimento do “fim especial” destas entidades.

²⁵ A SIC 12, *Consolidation – Special Purpose Entities* é uma interpretação relacionada com a IAS 27 (o caso ENRON incluía a exclusão da consolidação de entidades com finalidades especiais). A SIC 12 precedeu à data do caso ENRON e obriga a consolidar quando a substância da relação entre a empresa e a SPE indica que a SPE é controlada pela empresa.

investidora possui directa ou indirectamente através de subsidiárias, mais do que metade do poder de voto de uma empresa” (IASB, 2006). Relata também que o controlo pode existir no caso de a investidora possuir metade ou menos do poder de voto de uma empresa quando houver:

- a) Acordo com outros investidores que proporcionem mais do que metade dos direitos de voto;
- b) Cláusulas estatutárias ou acordos que produzam poder de gerir as políticas financeiras e operacionais da empresa;
- c) Poder de demitir ou nomear a maioria dos membros do conselho de administração;
- d) Poder de agrupar a maioria dos votos nas reuniões do conselho de administração.

Nesse contexto, pode perceber-se a preocupação da norma em incluir na consolidação entidades em que haja uma participação de voto por parte da investidora. Entretanto, a IAS 27 não proporcionava orientações específicas sobre a consolidação de SPE, em que, predominantemente, conforme já mencionado, a essência da sua relação com a investidora é que indica se as actividades dessa entidade são controladas, directa ou indirectamente, individualmente ou em conjunto, mesmo que não haja vínculo ou participação societária por parte da empresa-mãe.

Propondo-se disponibilizar uma orientação quanto à questão das circunstâncias pelas quais uma empresa deve consolidar uma SPE, em 1998, o IASB emitiu a norma SIC 12, com eficácia para as demonstrações financeiras elaboradas a partir de Julho de 1999. De acordo com a norma, “uma SPE deve ser consolidada quando a essência do relacionamento entre uma empresa e a SPE indicar que a SPE é controlada por esta entidade” (IASB, 1998).

A questão coloca-se quando estamos perante uma SPE, que nada mais é do que uma entidade criada com um objectivo específico, que pode assumir diversas formas, como por exemplo; a de uma empresa, de um ACE²⁶, um *trust*, etc.. Usualmente, as decisões a adoptar por esta entidade são sabidas e calculáveis, funcionando a entidade numa

²⁶ Agrupamentos Complementares de Empresas

espécie de “autopilot”. É sempre necessária a criação de uma SPE numa operação de titularização, sendo que a sua finalidade é segregar o risco da operação, tornando-a mais atractiva aos investidores. A entidade que constitui o SPE transfere para esta última os activos sendo negociados com a mesma acordos de transferência com uma determinada taxa de rendibilidade e existe um certificado residual, ou qualquer outro direito que lhe permita aceder, directa ou indirectamente, a benefícios económicos futuros das actividades do SPE. Devido à enorme complexidade da questão, o IASB emitiu a norma interpretativa (SIC 12), que trata especificamente da inclusão nas demonstrações financeiras consolidada da SPE, segundo esta norma uma entidade deve consolidar a SPE, quando a essência da relação entre ambas indicar a existência de controlo, mesmo sem haver participação dos accionistas.

A SIC 12 define que a SPE deve ser consolidada sempre que em substância existe uma relação entre uma entidade e um SPE e a mesma indica que as SPE são controladas pela entidade. O DL n.º 238/91 de 2 de Julho (normativo nacional) é omissivo nestes assuntos.

No contexto de uma SPE, o controlo pode surgir por via da predeterminação das actividades da SPE (operando em «autopilot») ou de outra forma. O parágrafo 13 da IAS 27 indica várias circunstâncias que resultam em controlo mesmo em casos em que uma entidade possua metade ou menos do poder de voto de outra entidade. De forma similar, pode existir controlo mesmo em casos em que uma entidade possui pouco ou nenhum do capital próprio da SPE. A aplicação do conceito de controlo exige, em cada caso, julgamento no contexto de todos os factores relevantes.

Além das situações descritas no parágrafo 13 da IAS 27, as circunstâncias seguintes, por exemplo, podem indiciar um relacionamento em que uma entidade controla uma SPE e conseqüentemente devia consolidar a SPE. A SIC 12 apresenta alguns indicadores que evidenciam controlo por parte da referida entidade, que são os seguintes:

- a) Em substância, as actividades da SPE estão a ser conduzidas em nome da entidade de acordo com as suas necessidades específicas de negócio de forma que a entidade obtenha benefícios do funcionamento da SPE;
- b) Em substância, a entidade tem os poderes para a tomada de decisão para obter a maioria dos benefícios das actividades da SPE ou, ao estabelecer um mecanismo de «autopilot», a entidade delega estes poderes para tomada de decisão;

- c) Em substância, a entidade tem direitos para obter a maioria dos benefícios da SPE e pode por conseguinte estar exposta a riscos inerentes às actividades da SPE;
- d) Em substância; a empresa retém a maioria dos riscos relativos à SPE ou aos seus activos, a fim de obter benefícios das suas actividades.

Conforme o descrito, os mecanismos decisórios constantes desta norma interpretativa, baseiam-se nos seguintes conceitos: Actividades, tomada de decisão, benefícios e riscos inerentes às actividades da SPE.

3.2.2 Perspectiva da FIN 46R e ARB 51

Em relação às normas do *Financial Accounting Standards Board* (FASB) dos E.U.A., em Janeiro de 2003, foi publicada a norma do FASB (FIN 46R – *Consolidation of Variable Interest Entities*), assim como, uma interpretação do *Accounting Research Bulletin* (ARB 51 – *Consolidated Financial Statements*).

Refere-se desde já que esta norma do FASB, trata da consolidação de forma mais abrangente, quando comparada com a SIC 12 do IASB e com o normativo nacional, e não compreende apenas as SPE (Sociedades de Propósito Específico). Em todos os casos, prevalece à essência da relação sobre a forma jurídica.

A FIN 46R trata este assunto de forma mais abrangente apresentando uma estrutura denominada de *Variable Interest Entities* (VIE)²⁷, cuja participação por parte da investidora, pode derivar de arrendamentos, contratos, garantias, opções de venda, participações retidas em titularizações, participações sociais, entre outros, sem restringir a aplicação da norma apenas as participações em SPE.

Segundo interpretação do FASB relata que as transacções que envolvem VIE têm-se tornado muito comuns.

De acordo com o ARB 51, as demonstrações consolidadas de uma empresa devem incluir subsidiárias nas quais a empresa detenha uma participação no controlo

²⁷ Tradução livre, Entidades de Interesses Variáveis

financeiro. Esta determinação tem sido interpretada e aplicada nos casos de subsidiárias em que uma empresa tenha maioria na participação de voto.

Nesse sentido e tal como se verifica no IASB, a norma principal do FASB não prevê uma orientação quanto às circunstâncias pelas quais uma empresa deve consolidar *Variable Interest Entities* com características semelhantes a uma participação de voto, mas sem a deter de facto. Neste sentido, o FASB declara que a participação de voto não é efectiva para identificação da participação no controlo financeiro em empresas que não são controladas através de participação de voto ou em empresas onde a participação no seu capital não reflecte o risco económico decorrente das actividades desta para o investidor de capital.

A aplicação da FIN 46R tornou-se efectiva de imediato para todas as entidades classificadas como *Variable Interest Entities* constituídas ou adquiridas após 31 de Janeiro de 2003. Para as constituídas anteriormente a este data, as disposições da FIN 46R tornaram-se válidas para as demonstrações a emitir a partir de 1 de Janeiro de 2004, se envolverem SPE e de 31 de Dezembro de 2004, para todos os outros tipos de entidades.

A FIN 46R oferece uma orientação a reefeito de como identificar uma *Variable Interest Entities* e como a empresa deve analisar as suas participações neste tipo de entidade para definir a necessidade de as consolidar. Segundo o parágrafo 5 da norma, uma entidade estará sujeita a consolidação de acordo com a existência de pelo menos uma das seguintes condições:

- a) O investimento no capital não é suficiente para permitir à entidade financiar as suas actividades sem recursos financeiros adicionais, mas proporciona uma participação significativa nos rendimentos e gastos, mesmo não trazendo direitos de voto;
- b) O grupo de financiadores não possui as seguintes características associadas a uma participação financeira controladora:
 - ✚ A capacidade directa ou indirecta através de direitos de voto ou semelhantes para tomar decisões a respeito das actividades que tenham efeito significativo no seu sucesso;

- ✚ A obrigação de absorver os gastos esperados da entidade. Isto ocorre se os investidores estão protegidos directa ou indirectamente contra eventuais gastos ou o retorno é garantido pela entidade ou por outras partes envolvidas;
 - ✚ O direito de receber o retorno esperado da entidade. Isto ocorre se os investidores não possuem esse direito, se o retorno estiver comprometido devido a acordos com outras partes envolvidas na entidade.
- c) Os direitos de voto de alguns investidores não são proporcionais às suas obrigações de absorver gastos esperados da entidade ou aos direitos de recebimento de retornos esperados e parte significativa das actividades da entidade envolve ou são conduzidas por investidor que detenha uma proporção menor dos direitos de voto.

O parágrafo 6 da norma estabelece que investimentos ou outras participações que absorvam parcelas de gastos ou rendimentos esperados de uma entidade são denominados interesses ou participações variáveis. A determinação inicial sobre a existência de um interesse ou participação variável e a sua consequente consolidação deve ser feita na data que a empresa se envolveu com a entidade.

Por fim, fica evidente que muitas SPE possuem características de *Variable Interest Entities*, resultando na obrigatoriedade de consolidação por parte da empresa detentora da participação variável.

4 Perspectiva das Normas Contabilísticas Americanas (US GAAP²⁸)

4.1 Normativo aplicável

Nos Estados Unidos, desde 1973, a organização designada para estabelecer modelos e princípios contabilísticos é o FASB – *Financial Accounting Standards Board*. Esses modelos são essenciais para o funcionamento eficiente da economia, pois todos os utilizadores das DF – Demonstrações Financeiras, dependem das informações verdadeiras e apropriadas, sendo esta a missão fundamental do FASB.

Segunda as normas americanas, o tema “Titularização de créditos” encontra-se tratado nos normativos abaixo indicados, dependendo do tipo de situação a analisar:

SFAS 140 - Contabilização das transferências de activos e extinção de passivos financeiros, 2003

ARB 51 - Demonstrações financeiras consolidadas, 1959

SFAS 94 - Consolidação de entidades detidas em maioria, 1987

SFAS 141 - Concentração de actividades empresariais, 2001;

A contabilização das operações relacionadas com a Titularização encontra-se dispersa entre a norma específica SFAS 140 e as normas que regulamentam a contabilização de consolidação de contas (ARB 51, SFAS 94 e SFAS 141), sendo que a mais importante nesta matéria é a norma interpretativa n.º 46 (FIN 46R), que regulamenta a consolidação de SPE.

Antes da publicação do SFAS 125, em 1996, que foi a primeira norma que considerou o tratamento das transferências de activos, as normas americanas requeriam que uma transferência de activos fosse contabilizada como uma unidade inseparável que apenas poderia assumir duas formas:

 Ou totalmente vendida, e conseqüentemente totalmente desconhecida;

²⁸ GAAP – *Generally Accepted Accounting Principles* (Estados Unidos).

- ✚ Ou totalmente retida e conseqüentemente totalmente reconhecida no balanço da entidade originadora.

Em Junho de 1996, o FASB emitiu a norma SFAS 125 para eliminar inconsistências. Inicialmente, acabou por ser uma revolução pois, por um lado, permitia a divisibilidade dos activos, ao contrário das normas anteriores e, por outro, permitia identificar um tratamento, mas *standardizado* das transacções efectuadas com SPE. No entanto, a norma levantou muitas questões, não só em termos de substância das transacções, mas também ao nível da divisão da própria transacção no que concerne ao reconhecimento ou desreconhecimento.

As questões eram genericamente as seguintes:

- ✚ Em que circunstâncias é que uma SPE pode ser considerada qualificável para Efeitos de desreconhecimento dos activos transferidos;
- ✚ Em que circunstâncias é que os activos transferidos para uma SPE devem ser incluídos nas demonstrações financeiras consolidadas do originador;
- ✚ Em que circunstâncias é que uma venda pode ser efectivamente considerada uma cessão efectiva e completa (*true sale*) sempre que o originador possui opções de recompra dos activos transferidos;
- ✚ Em que circunstâncias é que uma venda pode ser considerada uma cessão efectiva e completa tendo o originador a opção de remover a totalidade dos activos do SPE, através das denominadas *clean up calls*²⁹;
- ✚ Em que circunstância é que acordos de remissão dos activos financeiros por parte do originador devem, ou não, afectar a contabilização das operações de cedência de activos;
- ✚ Em que circunstâncias é que se devem aumentar os requisitos de divulgação de informação para que o mercado esteja apto a perceber como se calcula o

²⁹ Clean Up Calls ou Clean Up buyback– São opções de compra incorporadas em operações de titularização, onde o originador pode comprar (*buy back*) os instrumentos titularizados em circulação, sempre que o principal tenha sido substancialmente amortizado. Geralmente, esta opção é exercida quando o valor do principal ainda em aberto cai para um nível inferior a 10% do valor original.

justo valor dos interesses residuais pelos originadores, após as operações de cedência de fundos terem cessado;

- ✚ Em que circunstâncias é relevante a contabilização e divulgação acerca dos colaterais envolvidos na operação.

Após a implementação do SFAS 125, o FASB concluiu que o desreconhecimento de activos transferidos não deve ser afectado pela forma das transacções, mas sim pela sua substância e pelo efectivo controlo que o originador mantém sobre os activos transferidos e entidades adquirentes. Para tal, em Setembro de 2000, o FASB emitiu a SFAS 140 – Contabilização das transferências de activos e extinção de passivos financeiros, norma que se mantém em vigor na actualidade e cuja última revisão remonta a 2003.

Genericamente, a SFAS 140 estabelece os seguintes requisitos em relação:

- ✚ Ao desreconhecimento de activos quando transferidos para uma terceira entidade,
- ✚ À tramitação necessária para que determinada SPE possa ou não ser qualificada para Efeitos de consolidação nas demonstrações financeiras do originador.

A base de apoio desta norma assenta na orientação clara e inequívoca dos interesses do originador na SPE, de forma a aferir se o mesmo exerce algum tipo de controlo sobre a mesma e consequentemente sobre os activos financeiros.

Esta norma assenta em quatro orientações sólidas de modo a controlar uma das formas mais relevantes de financiamento das entidades, nomeadamente das entidades financeiras e que são as seguintes:

- ✚ Limitar ao máximo as relações entre todas as partes envolventes (originador, suas subsidiárias e agentes com a SPE para onde os créditos foram transferidos);
- ✚ Proibir a detenção de instrumentos de capital por parte das SPE;
- ✚ Proibir qualquer parte directa ou indirectamente envolvida no processo de transferência de activos de assumir posições que possam incrementar os seus interesses na SPE, resultando desta forma em benefícios por via da tomada de decisões no contexto da gestão do mesmo; e

- ✚ Clarificar os requisitos relacionados com a detenção de instrumentos de maturidades superior ao período de vida útil esperada para a SPE.

Esta norma define de forma bastante lata o conceito de originador como a entidade originadora, ou outras, que se incluam no perímetro de consolidação do grupo. Segundo os seus termos, a transferência de activos poderá ter genericamente as seguintes formas:

- ✚ Transferências de activos, em que o originador não tem qualquer envolvimento com os activos transferidos ou o comprador não se submete a qualquer tipo de restrições impostas pelo originador, ou seja, estamos perante uma situação de *true sale*, em que efectivamente se dá uma transferência do controlo, riscos e benefícios inerentes ao activo subjacente; ou
- ✚ Transferências de activos em que o originador mantém algum tipo de envolvimento com os activos transferidos ou com o adquirente. (Exemplos de envolvimento: acordos de *servicing*, contratos com recurso, acordos de recompra firme e opções vendidas e segundo a norma não se dá a transferência do controlo, riscos e benefícios inerentes ao activo, não se qualificando a transferência para efeitos de desreconhecimento.

5 Comparação de IFRS e US GAAP

Cabe observar as diferenças mais significativas existentes nos diferentes normativos, tal como quadro abaixo indicado:

Tabela 3 – Comparação de normas IFRS / US GAAP

	IFRS IAS 27 – SIC 12	US GAAP ARB 51 e 81 SFAS 94 e 140 FIN 46R
Bases para consolidação	<p>A consolidação baseia-se na capacidade de controlar. Poder de gerir as políticas financeiras e operacionais de uma entidade para obter benefícios das suas actividades</p> <p>Todas as subsidiárias são consolidadas</p> <p>Controlo é o poder para governar as políticas financeiras e operacionais de uma entidade para obter os benefícios das suas actividades.</p>	<p>A consolidação, com excepção das entidades de participação variável (VIE), baseia-se, em grande parte, na maioria dos direitos de voto.</p> <p>Geralmente, todas as subsidiárias são consolidadas, tal como nas IFRS. No entanto, ao contrário IFRS, existem excepções limitadas em algumas indústrias especializadas.</p> <p>Para as entidades de interesse não-variável (<i>non-variable interest entities</i>), o controlo é o poder de continuar a dominar políticas financeiras e operacionais de uma entidade, tal como nas IFRS. No entanto, ao contrário IFRS, não há ligação explícita entre o controle e os benefícios.</p>
Special Purpose Entity / Variable Interest Entity	<p>SPE é uma entidade criada com objectivo específico. As SPE são consolidadas com base no controlo detido pela empresa-mãe. A determinação de controlo inclui uma análise dos riscos e benefícios associados à SPE.</p>	<p>Existem os conceitos de entidades de interesse variável (VIE) e qualificação SPE (QSPE), que pode satisfazer a definição de uma SPE segundo as IFRS. O modelo de controlo que se aplica a VIE e QSPE difere do controle modelo que se aplica aos SPE em IFRS. Além disso,</p>

		<p>ao contrário do IFRS, as entidades são avaliadas como VIE com base no seu investimento de capital de risco e não no facto de obedecerem a um objectivo específico.</p>
--	--	---

Fonte: Adaptação de comparações “IFRS and US GAAP – A pocket comparison”, 2007.

6 Perspectivas das Demonstrações Financeiras Consolidadas

6.1 Consolidação de uma QSPE e de uma SPE

No âmbito das normas americanas, a base de consolidação das SPE assenta em duas definições: a de QSPE (*Qualified Special Purpose Entity*) e a de SPE (*Special Purpose Entity*).

Uma QSPE é uma entidade de propósito especial que pela sua concepção e estrutura de controlo face ao originador demonstra uma independência comprovada mediante diversos requisitos e critérios face ao mesmo, sendo por essa razão excluída do perímetro de consolidação. As restantes entidades de propósito especial são consideradas SPE sem independência comprovada face ao originador e devem ser incluídas no perímetro da consolidação.

6.2 Perspectivas das Demonstrações Financeiras Separadas

Segundo esta norma em análise, uma transferência de activos total ou parcial em que o originador perde o correspondente controlo deve ser contabilizada como uma venda efectiva na extensão em que é recebida uma contrapartida dos mesmos.

A norma clarifica o conceito de perda de controlo, que é o factor chave para que a venda seja considerada como uma venda efectiva. Desta forma, a norma diz que existe transferência de controlo se as seguintes condições forem cumulativamente satisfeitas:

1. Os activos foram claramente isolados do originador e estão fora do seu controlo, incluindo o de qualquer filial ou associada por si detida. Este requisito é ainda

- aplicável aos seus credores, inclusivamente numa situação de falência do originador ou de qualquer uma das suas subsidiárias;
2. Cada comprador dos activos, ou a SPE tem o direito de vender, trocar, penhorar os activos sem qualquer constrangimento por parte de originador; e
 3. O originador não mantém qualquer controlo sobre os activos, nomeadamente através de acordos de recompra, acordos de remissão antecipada, ou através de uma *clean up call* onde se retiram todos os activos da SPE.

Consequentemente, as transferências de activos nas demonstrações financeiras separadas, de acordo com as normas americanas (SFAS 140), podem ser contabilizadas:

- ✚ Como uma venda de activos sempre que existe evidência clara de que o controlo e o envolvimento do originador deixou de existir;
- ✚ Como um empréstimo garantido, quando a transacção não cumpre com um dos três requisitos enunciados abaixo;
- ✚ Sem ser como uma venda ou com um empréstimo, quando não existe qualquer recebimento de fundos. Neste caso não existe qualquer transferência de fundos, apenas são trocados interesses detidos sobre um determinado conjunto de activos, através de um *asset swap*³⁰, ou outro instrumento financeiro derivado;
- ✚ Como uma venda parcial, quando o originador retém parte de controlo sobre os activos, ou sobre uma ou mais classes de activos transferidos. Esta contabilização também se aplica sempre que estamos perante uma situação onde existe um acordo de *servicing*, ou de transferência parcial de juros. Trata-se do tipo de transferência de activos mais utilizado;
- ✚ Parte como uma venda efectiva e outra parte como financiamento, quando num conjunto de activos transferidos, são verificadas todas as condições do SFAS 140 e noutra não o sejam, por exemplo por via do originador deter uma opção de compra sobre os activos transferidos.

³⁰ É um contrato em que duas partes (comprador e vendedor) acordam trocar entre si mediante o pagamento de todos os direitos (riscos e benefícios), inerentes a um activo ou conjunto de activos, durante um período contratualmente fixado mediante o pagamento de um prémio na forma de uma taxa de juro, pela contraparte compradora à contraparte vendedora.

7 Case study – ENRON CORPORATION

7.1 Apresentação

A falência, no final de 2001, da empresa americana "ENRON Corp", poderia ter sido encarada como mais uma das vulgares manifestações do capitalismo, que renova a sua base produtiva através da denominada "destruição criativa", fazendo desaparecer empresas para dar lugar a outras mais criativas ou melhor adaptadas às mudanças dos tempos, encerrando unidades produtivas em condições de funcionamento para as substituir por outras que proporcionam uma melhor afectação dos recursos ou uma mais eficiente utilização dos factores produtivos.

No entanto, o "caso ENRON" não encaixava bem nesse modelo decalcado da teoria *darwiniana*: a sobrevivência do mais apto, ocupando o lugar do menos apto, ou simplesmente menos rápido a adaptar-se: a ENRON, pelo contrário, representou, até à sua falência, o exemplo de empresa inovadora, atenta às oportunidades do mercado, criadora ela própria de novos produtos e novos mercados, rápida a reagir, eficaz nas suas decisões e, por isso, premiada pelo mercado com um crescimento e valorização meteóricas³¹. A convicção da excelência da ENRON era tal que os analistas financeiros se recusaram a acreditar nos primeiros sinais evidentes de que algo andava mal nas contas da empresa.

O caso ENRON tornou-se ainda mais chocante pelo facto de a empresa que prestava serviços de auditoria, durante muitos anos, a "Arthur Andersen", não só não ter detectado ou revelado as numerosas habilidades contabilísticas da empresa, como ainda ficou sob suspeita de nelas ter colaborado, tendo sido acusada e condenada por ter tentado ocultar dos investigadores oficiais informações relevantes para o apuramento das fraudes.

A dimensão e profundidade do colapso da ENRON levantaram uma série de questões, ainda por responder, quer relativamente aos mecanismos de funcionamento da economia, quer relativamente à própria fundamentação teórica do funcionamento das

³¹ Não só a "Enron" era apontada, pelos políticos e pelos teóricos da Economia, como o exemplo a seguir, mas também ela própria se outorgava a capacidade de premiar os políticos e os teóricos que mereciam a sua aprovação tendo patrocinado um prémio (formalmente outorgado pelo Baker Institute) por "Serviço Público Distinto", que foi atribuído a individualidades como Alan Greenspan, Presidente do banco central americano, ao secretário de estado Collin Powell, a Mikhail Gorbachov e outros.

empresas, nomeadamente porque depois da explosão da ENRON outros grandes enredos contabilísticos se seguiram: *Global Crossing*, *WorldCom*, *Adelphia*, *Xerox*, *Quest Communications*, *ImClone*, *Merk*, entre outros.

A seguir será feito um pequeno resumo dos acontecimentos e uma reflexão sobre a dimensão ética desta ocorrência, bem como os seus reflexos sobre a teoria da empresa.

7.2 A "irresistível" ascensão da ENRON

A ENRON resultou da fusão, ocorrida em Maio de 1985, de duas empresas americanas do sector do gás natural, a "Houston Natural Gás" e a "Internorth", esta última detentora de uma extensa rede de gasodutos.

As operações da ENRON eram administradas por subsidiárias e afiliadas em cinco segmentos estratégicos de negócios que são:

- 1) ENRON Transportation Services
- 2) ENRON Energy Services
- 3) ENRON Wholesale Services
- 4) ENRON Broadband Services
- 5) Corporate and General Services

Em Outubro desse mesmo ano foi publicada uma lei com o objectivo de desregulamentar este mercado, tornando-o mais competitivo. Mais especificamente, a lei permitia que os consumidores pudessem negociar directamente os preços de aquisição com os produtores de gás, contratando o seu transporte separadamente com os proprietários dos gasodutos. Logo após a entrada em vigor da lei, a ENRON operou com sucesso a abertura dos seus gasodutos à negociação directa com compradores de gás.

Em Agosto de 1997 a ENRON anunciou a primeira transacção de uma mercadoria acompanhada com um mecanismo financeiro de protecção contra o Efeito das intempéries sobre os preços. Através da sua subsidiária, "*ENRON Capital & Trade Resources*", introduziu este instrumento de gestão de risco usando as condições

climatéricas como índice associado ao preço da mercadoria³²: conforme as temperaturas subissem ou descessem, influenciando o consumo de energia, o seu preço seria automaticamente ajustado. Este produto foi apresentado como um exemplo das capacidades da ENRON para oferecer soluções para gestão de risco e foi o primeiro de uma ampla gama de serviços desenvolvidos nesta área.

Quando ocorreu uma descida de preço do petróleo, nos anos 80, levando os habituais compradores de gás a orientarem-se para combustíveis mais baratos, tal como o fuel, a ENRON e outros produtores de gás aproveitaram para exigir ainda maior desregulamentação. Os preços do gás, antes estáveis, começaram a flutuar, e a ENRON começou a desenvolver um mercado de "futuros", assinando contratos onde garantia o preço para fornecimentos futuros. Pressionado pela ENRON e outros produtores, o governo desregulamentou também a electricidade, oportunidade que a empresa aproveitou para negociar futuros também neste sector.

Ao mesmo tempo, a ENRON e os seus quadros superiores encontravam-se entre os principais financiadores das campanhas eleitorais americanas. Investigações recentes revelaram que entre 1999-2001, os executivos de topo contribuíram com 800 mil dólares para os partidos, para o Presidente Bush e para membros do Congresso. No mesmo período a ENRON como empresa contribuiu com 2.700.000 dólares.

O presidente e CEO da ENRON, Kenneth Lay, foi nomeado para um grupo *ad-hoc* criado pelo Vice-Presidente americano Dick Cheney para o assessorar na definição da política energética, grupo esse que reunia em segredo. Através de contactos pessoais privilegiados a empresa conseguiu não apenas influenciar a lei a seu favor, como também proteger-se de actividades governamentais de inspecção e protecção da concorrência.

A própria administração da ENRON reuniu secretamente, por seis vezes, com Dick Cheney, e por fim dirigiu-lhe um memorando incluindo uma espécie de "lista de desejos" que teve como resultado que, na lei finalmente aprovada, tenham sido incluídos 17 dos pontos constantes do memorando. Vejamos dois exemplos:

³² Sobre os "Weather Derivatives" ver, entre outros, "Futuros e Outros Derivados", Domingos Ferreira, Edições Sílabo, 2008.

Tabela 4 – Memorando da ENRON

Memorando da ENRON para Cheney	Legislação
<p>O governo federal deve "rejeitar qualquer tentativa de reintroduzir regulamentação do mercado energético grossista, seja pela adoção de tectos para os preços (<i>price caps</i>) seja regressando aos métodos arcaicos de determinação dos preços de energia com base no custo. Tectos para os preços, mesmo se impostos numa base temporária, serão prejudiciais aos mercados de energia e desencorajarão o investimento privado aumentando significativamente o risco político. A liderança política, na Califórnia, tem progredido pouco na solução da crise energética. Os <i>itens</i> que propomos contribuirão para mitigar essa crise. "</p>	<p>Mercados livres para permitir que os preços reflectam as alterações da oferta e da procura, inexistência de subsídios, tectos de preços ou quaisquer outros constrangimentos." ... e nenhuma intervenção na crise energética da Califórnia.</p>
<p>As entidades reguladoras federais deverão "delegar capacidade (para uma organização independente) para desenvolvimento de padrões de qualidade e controlo da aplicação desses padrões."</p>	<p>As entidades reguladoras federais deverão "implementar a fiabilidade do sistema de transmissão interestadual e desenvolver legislação implementadora da aplicação da lei por uma organização auto-reguladora sujeita à sua vigilância."</p>

Com a regulamentação do mercado praticamente desmantelada, a ENRON pode assegurar uma grande independência face aos preços da energia. Exibindo um impressionante volume de contratos com os seus fornecedores externos, assegurou a fixação de preços internos e transformou os seus clientes, particularmente na Califórnia, em "tomadores de preços", revertendo o objectivo inicial da legislação desregulamentadora: intensificar a concorrência, aumentar a eficiência do mercado e fazer baixar os preços. A consequência foi que num curto espaço de tempo os preços de energia na Califórnia quase triplicaram.

Nos anos 90, a ENRON entrou em novos mercados criando, ela própria, novas oportunidades de negócio. Para além do fornecimento de energia, negociou produtos industriais como aço e fibra de madeira, derivados financeiros e produtos inovadores tais como períodos de emissão publicitária, futuros e opções para a cobertura de riscos contra o mau tempo, e também capacidade de banda larga para a Internet.

Os seus gestores sabiam que o manifesto sucesso da empresa atrairia rapidamente outros competidores sobre os quais teriam, quando muito, dois anos de avanço. Resolveram então defender-se por antecipação dessa "concorrência potencial a

caminho" acelerando o estabelecimento de contratos futuros. Não se limitaram, no entanto, ao sector original e onde detinham conhecimentos e competências mais sólidas. Numa fase inicial da escalada dos contratos de futuros, apenas foi necessário contratar pessoas altamente enérgicas, e adquirir mesas, secretárias e computadores, já que o objectivo da empresa era o de funcionar como intermediário das operações.

Mas o resultado foi que, em muitas fileiras, a empresa acabou por estar responsável por contratos em que a procura era firme mas não havia oferta suficiente. À medida que se foi revelando o desequilíbrio entre oferta e procura para os contratos que tutelara e para os quais fizera cobertura de riscos, a empresa foi forçada a participar como parte nos negócios, adquirindo ela própria os produtos ou direitos contratuais sobre os mesmos. As exigências de liquidez foram crescendo e terá sido esta equação que determinou a "corrida para a frente" com a multiplicação da "economia virtual" e a maquilhagem das contas para ocultar a escalada de risco subjacente (Branson, 2003).

Em Novembro de 1999 nasceu a "*ENRON Online*", um sistema global baseado na Internet que permitia aos clientes da ENRON ver os preços em tempo real e fazer as transacções on-line. Dois anos depois esta plataforma registava uma média de 6 mil transacções diárias; 2.100 diferentes produtos financeiros eram disponibilizados em 15 diferentes moedas e a plataforma recebeu o prémio do "*Financial Times*" para a "Mais Ousada Decisão de Investimento com Sucesso" e atingiu o topo da lista da "*Smart Business*" para as empresas que aderiram à Internet.

Em Janeiro de 2000, anunciou planos para construir, em associação com a "Sun Microsystems", uma rede de telecomunicações de alta velocidade em banda larga e vender capacidade de transporte de dados, da mesma forma que vendia electricidade, ou gás natural.

Em Julho de 2000 a ENRON e a Blockbuster anunciaram um acordo de 20 anos para fornecer "*video-on-demand*" aos consumidores através de linhas de Internet de alta velocidade. Isto permitiria, por exemplo, que um consumidor solicitasse em qualquer altura o visionamento de um filme, documentário ou outro programa, que lhe seria fornecido com a mesma facilidade do fornecimento do gás ou da electricidade.

No final de 2001 a ENRON detinha a posição de 7ª empresa dos EUA, detentora de 25 % do mercado de energia e gás norte-americano. A capacidade comercial da ENRON, a

velocidade a que estabelecia contratos e anunciava produtos inovadores e o crescimento fulgurante, incluindo a capacidade para se expandir para novas áreas de negócio, impressionaram os analistas e, pelos vistos, também os políticos, e os teóricos do capitalismo.

Hamel Gary, conhecido "guru" da gestão, no seu livro de 2000, "*Leading the Revolution*", considerou que a ENRON transformara "o negócio de venda de gás, de uma burocracia ineficiente e altamente regulada, num mercado extraordinariamente eficiente. Segundo Gary, entre "os elementos essenciais do estilo inovador da ENRON contavam-se:

- ✚ Uma definição ampla das fronteiras do negócio
- ✚ Empreendedores altamente motivados que partilham a riqueza que ajudam a criar.
- ✚ Fronteiras organizacionais fluidas que permitem que as capacidades e recursos sejam recombinaadas criativa e infinitamente.

O valor da ENRON cresceu de modo galopante, como se pode ver pelos seguintes dados, relativos ao volume de negócios e lucros:

Tabela 5 – Volume total de Negócios da ENRON

	1993	1996	1999	2000
Volume total de Negócios	9004	13961	40652	102884
Negócios Domésticos	8090	11664	30716	79986
Negócios Internacionais	316	2027	9936	22898
Lucros Totais	832	1202	1999	3097

Valores: 10⁶ dólares

Igualmente impressionante foi a valorização bolsista da empresa, com um desempenho ímpar, apresentando, para o período de 10 anos, até Agosto de 1991, ganhos totais acumulados de 1415% contra 383% do índice de acções S&P500.

7.3 Criatividade destruidora

Conhecida pela sua capacidade criativa, nomeadamente no domínio dos produtos financeiros, o certo é que a ENRON utilizou essa capacidade para falsificar os seus reais resultados e iludir accionistas e outros *stakeholders*. Em lugar da "destruição criadora" a ENRON promoveu uma espécie de "criatividade destruidora". (Branson, 2003)

A ENRON criou um sistema de ocultação contabilística, utilizando essencialmente duas estruturas de negócio: as "*Joint Ventures*" e as "*Special Purpose Entities*" (SPE). Estas últimas foram autorizadas pela administração e pelo Comité de Auditoria e eram referidos nas contas, como anexos, mas não eram objecto de consolidação.

Uma SPE é uma estrutura formada para um negócio específico e, segundo a legislação americana, deveria obedecer a algumas condições:

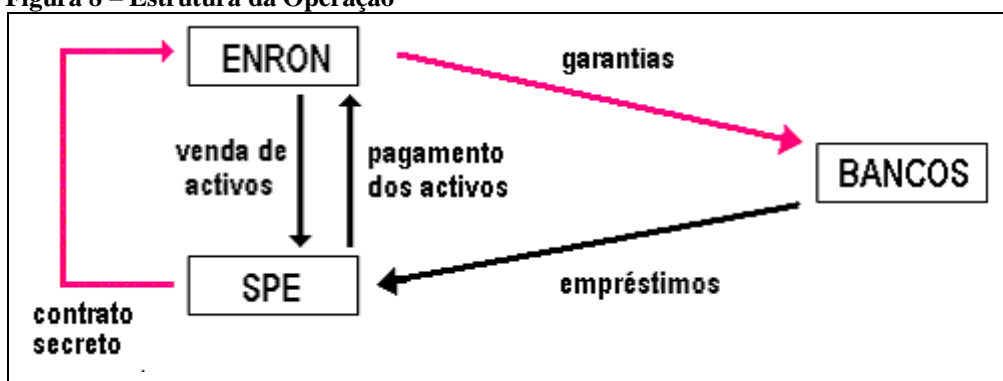
- a) um proprietário independente da empresa deve responsabilizar-se por uma parcela importante do investimento, ou pelo menos 3% dos activos, os quais devem servir como uma espécie de garantia e ficar em risco durante o período da transacção;
- b) o proprietário independente deve exercer o controlo da SPE.

Acontecia que, no caso das SPE criadas pela ENRON, a parcela de investimento independente e/ou a respectiva partilha de risco eram fictícias. Nalguns casos o investidor "independente" era um quadro superior da própria ENRON; num outro caso, o investidor "independente" foi um banco (*Citigroup*) a quem foi solicitado um empréstimo para a própria SPE, tendo a ENRON assumido o risco dos 3 % subscritos pelo banco no capital da SPE. Estas SPE tinham por vezes uma existência meteórica, durando apenas algumas semanas, no final de cada ano financeiro, sendo o seu único objectivo o de ajudarem a valorizar artificialmente os activos da ENRON. Uma operação típica passava-se do seguinte modo: a ENRON vendia activos financeiros a uma SPE, que os pagava em dinheiro. Como entidade virtual, a SPE não era detentora deste dinheiro: obtinha-o através de um empréstimo bancário, o qual era concedido contra uma garantia da própria ENRON, que desta forma absorvia a totalidade do risco da operação.

As contas registavam então a entrada de dinheiro, mas não revelavam que tinha assumido um passivo correspondente através da garantia do empréstimo. Formalmente, parecia que todas as exigências legais tinham sido cumpridas: a existência das SPE era revelada em anexo às contas (onde passava despercebida) embora não fosse feita consolidação com a ENRON, atendendo a que se tratava de uma entidade "independente"; porém, esta independência era fictícia e desta forma era ocultado aos accionistas que a ENRON tinha assumido o risco, ao mesmo tempo que era transmitida

a ideia de que a empresa tinha realizado receitas operacionais, quando se tratava apenas de receitas financeiras.

Figura 8 – Estrutura da Operação



Passado o período de prestação de contas, a operação era desfeita: a ENRON retomava os activos financeiros e devolvia o dinheiro à entidade especial, que era então utilizado para pagar o empréstimo. Operações deste tipo foram realizadas de forma sistemática, envolvendo também esquemas mais complexos incluindo contratos sobre futuros e de cobertura de riscos, aparentemente favoráveis mas que, na realidade, faziam incidir elevados riscos sobre a empresa. O empolamento dos proveitos era ainda conseguido através de contratos a prazo superior a dois anos, que eram contabilisticamente valorizados como se já estivessem concretizados. (Coelho, 2002)

Um exemplo paradigmático da actuação da ENRON no estrangeiro foi o plano energético que contratualizou com o governo do estado de Maharashtra, no valor de 30 mil milhões de dólares - o maior contrato alguma vez assinado na Índia e que hoje é reconhecido como sendo a mais massiva fraude na história do país. Os preços a que a ENRON passou a vender a electricidade tornaram-se tão exorbitantes que o governo acabou por decidir que era preferível não comprar electricidade e pagar à ENRON as taxas fixas obrigatórias especificadas no contrato. Ou seja, o governo de um dos países mais pobres do mundo pagou à ENRON 220 milhões de dólares por ano para não produzir electricidade.

A sua circularidade viciosa da intervenção não deixou de fora os seus próprios trabalhadores. Assim, o plano de pensões da ENRON foi intensamente aplicado nas acções da própria empresa, ao mesmo tempo que os funcionários eram incentivados a investir em acções da empresa, mesmo quando o respectivo valor começou a descer, e

ao mesmo tempo que os quadros superiores, beneficiando de informação privilegiada, se desfaziam das suas acções.

A ENRON era igualmente conhecida pela cultura de agressividade comercial que propagava entre os seus funcionários. Exigia-se aos responsáveis pela obtenção de novos contratos a fixação de objectivos ousados, em troca de regalias generosas; aqueles que não aderiam a esta política agressiva ou que não apresentavam os resultados esperados, eram afastados; aqueles que mergulhavam nesta onda em que os resultados tudo justificavam, eram bem recompensados, com esquemas remuneratórios generosos e com períodos de férias extensos, transformando a gestão de recursos humanos num enorme quebra-cabeças.

Assim, a obtenção de resultados passou a ser o principal objectivo e padrão de medida dentro da empresa: o que interessava, acima de tudo, eram os resultados; tudo o resto era secundário relativamente a este objectivo.

Vista agora e interpretada à luz dos acontecimentos, a seguinte frase incluída no seu Relatório Anual de 2000 sob o título de "excelência" revela um pouco da natureza desta "febre": "Não nos satisfaremos com menos do que o melhor em tudo o que fazemos. Continuaremos a elevar a fasquia para toda a gente. O maior divertimento aqui será, para todos nós, a descoberta de como tão bons conseguimos realmente ser."

Ao mesmo tempo que a empresa acumulava prestígio e influência política, os quadros superiores devem ter sentido que viviam num clima de impunidade, onde qualquer deslize poderia ser recuperado. Sabe-se hoje que o mecanismo de controlo e monitorização representado pelos auditores, quer internos, quer externos, se encontrava igualmente viciado. Não é conhecida toda a extensão das redes de relações estabelecidas entre estes elementos, mas apontam-se como factores preocupantes a longa duração da relação contratual entre a "Arthur Andersen" e a ENRON, e o facto de a "Arthur Andersen" prestar simultaneamente serviços de auditoria e de consultoria financeira, potencialmente geradores de conflitos de interesses.

A maquilhagem de resultados e a multiplicação de operações duvidosas colocaram a ENRON numa espiral crescente de risco e, após algumas operações de reavaliação em meados de 2001, tudo se precipitou no final desse ano. O valor das acções começou a descer mas, mesmo assim, muitos serviços de *rating* ainda hesitaram em corrigir a

qualificação da ENRON, parecendo-lhes talvez inadmissível que a poderosa empresa pudesse correr qualquer risco sério³³. Mas depois dos analistas da "Standard & Poor's" terem descido o *rating* da ENRON, em 22 de Outubro, foram seguidos pelos seus pares e em 2 de Dezembro de 2001 a ENRON declarou finalmente falência.

Após estes acontecimentos as atenções viraram-se igualmente para os auditores externos, de quem se esperaria que tivessem detectado e denunciado, ou mesmo evitado, as práticas fraudulentas. A "Arthur Andersen" – responsável pela auditoria da empresa desde 1986 - começou por se defender argumentando que a ENRON não lhe tinha fornecido todas as informações relativamente às empresas instrumentais, situação que era facilitada pela fragilidade da legislação americana quanto a este aspecto.

No entanto, mais tarde, surgiu a suspeita de que a "Arthur Andersen" tinha destruído grande quantidade de documentos relacionados com estas empresas. A empresa de auditoria reafirmou que os documentos destruídos eram irrelevantes e pareceu disposta a admitir que práticas incorrectas poderiam ter ocorrido mas teriam estado limitadas à responsabilidade dos seus funcionários em *Houston*. Contudo, mais tarde, foram obtidas provas de que tinha havido contactos permanentes entre uma advogada que trabalhava na sede da "Arthur Andersen", tendo sido descoberto um e-mail desta advogada que expressamente aconselhava a ocultação de dados para iludir uma potencial fiscalização das autoridades. Os argumentos de inocência da "Arthur Andersen" caíram por terra e foi condenada em tribunal.

É de salientar o papel desempenhado pela estrutura superior da empresa na estruturação da sua fulgurante ascensão (e queda): *Kenneth Lay*, CEO da ENRON, um doutorado em Economia que tinha "uma forte crença no mercado"; e *Jeffrey Skilling*, anterior consultor da empresa *McKinsey & Co.*, especialista em assuntos financeiros e que desenvolveu a ideia de transformar a empresa num "banco do gás natural" (Branson, 2003). Em contraste com a capacidade de controlo e desenvolvimento que manifestaram durante anos, após o colapso estes responsáveis chegaram a ensaiar a desculpa de que

³³ Em Agosto de 2001, poucos meses antes da estrondosa falência, Daniel Scott, analista do "BNP Paribas" em Nova Iorque, aconselhou os seus clientes a "vender todos os papéis da *Enron*", por se ter apercebido que as margens de lucro da empresa estavam a diminuir, sendo visível que os activos da empresa eram essencialmente papéis. Foi o primeiro analista a desvalorizar a "*Enron*". Alguns dias depois, foram-lhe retiradas quaisquer tarefas e foi enviado para casa, sendo posteriormente despedido.

"não estavam ao corrente de todos os detalhes", aspecto que revela muito sobre a natureza ética do seu comportamento.

7.4 Reacções

A rápida revelação dos pormenores obscuros da gestão da ENRON e da sua teia de contactos políticos desencadeou um aceso debate, não só nos Estados Unidos como no resto do mundo. A imagem dos milhares de funcionários abandonando as instalações com os seus pertences em caixotes, revelando aos órgãos de comunicação como tinham perdido não apenas o emprego mas também, em muitos casos, as pensões e os investimentos em acções da empresa, foi algo verdadeiramente chocante³⁴.

A dimensão do escândalo levou o legislador americano a reagir com rapidez: poucos meses depois, em Julho de 2002, foi aprovada uma lei – o "*Sarbanes-Oxley Act*" – alargando o leque de actividades criminalizadas, aumentando as penas de crimes já anteriormente definidos, e também ajustando os prazos de prescrição para aumentar a probabilidade da eficácia da investigação e acusação. O presidente Bush considerou esta lei como "uma das reformas das práticas empresariais americanas de mais longo alcance desde o tempo de *Franklin Roosevelt*".

Houve, no entanto, quem considerasse que esta actividade legislativa "à velocidade da luz" justificava o aforismo "*haste makes waste*" (a pressa resulta em lixo) tratando-se de um diploma desorganizado, cheio de duplicações e inconsistências internas, e onde muitas das provisões legislativas se limitam a delegar em terceiros a responsabilidade por legislação adicional.

Um "efeito colateral" do escândalo ENRON e das medidas legislativas subsequentes, nomeadamente o "*Sarbanes-Oxley Act*", foi o reforço de medidas centralizadoras de aplicação da lei (Branson, 2003) – algo semelhante ao que se passou no domínio legislativo em resposta aos ataques terroristas de 11 de Setembro, os quais, aliás, praticamente coincidiram com a queda da empresa.

Alguns investigadores levantam a hipótese de que os relatórios financeiros obtidos a partir dos actuais instrumentos contabilísticos estão a perder relevância, dada a

³⁴ A falência da "*Enron*" traduziu-se no despedimento de 4.500 trabalhadores.

crescente importância estratégica dos activos intangíveis – o que justificaria uma alteração profunda nas técnicas contabilísticas.

A denominada "revolução financeira", associando a desregulamentação, a globalização e a inovação de produtos financeiros, coloca de facto a necessidade de novas regras, com eventual alteração de quais as informações que devem ser tornadas públicas para que se tenha uma imagem exacta e adequada dos negócios e das empresas.

Outras vozes críticas salientaram a sua convicção de que o problema não se encontra na insuficiência da legislação, sugerindo que escândalos como os da ENRON são apenas os sintomas de uma crise maior na governação empresarial, onde as hierarquias de "comando e controlo" de cima para baixo e o modelo organizacional que dominou o capitalismo até aqui, já teriam ultrapassado o seu prazo de validade, não conseguindo lidar com a complexidade da diversidade humana nem regular-se a si próprias e às suas estruturas de poder, tornando-se perigosamente vulneráveis à corrupção. Os problemas seriam então inevitáveis e teriam sido originados pela tendência do poder centralizado para a corrupção e pela dificuldade em gerir a complexidade e pela supressão dos "*checks and balances*" naturais, ou seja, à escala humana.

Houve ainda quem salientasse um aspecto positivo desta turbulência que se abateu sobre os processos contabilísticos: "o interesse que desperta para a contabilidade", considerada habitualmente como "um assunto árido e monótono", manifestando a importância da contabilidade para se "conhecer a empresa, os clientes e fornecedores, para tomar decisões, saber investir e até decidir por um emprego novo".

Uma outra corrente de opinião sugeria que se tratava de um problema especificamente americano, onde o fenómeno da desregulamentação teria sido, em alguns aspectos, levado longe demais; a legislação contabilística americana seria demasiadamente permissiva: por exemplo, a não consolidação contabilística de entidades como as SPE não seria considerada legal na Europa. Porém, também surgiram graves problemas em empresas europeias: Marconi (RU), Elan (Irlanda), EmTV (Alemanha), Vivendi (França), Swiss Life (Suíça) e Bipop (Itália).

Assim, também as autoridades europeias acompanharam o debate pós ENRON e tomaram iniciativas legislativas consonantes com o "*Sarbanes-Oxley Act*". A Comissão Europeia desencadeou a preparação de novas directivas relativas à revisão legal de

contas na UE, com o objectivo de assegurar que os investidores e outras partes interessadas possam ter inteira confiança na exactidão das contas objecto de auditoria, introduzindo requisitos de controlo externo de qualidade, assegurando uma supervisão pública sólida sobre o sector da auditoria e melhorando a cooperação entre as autoridades de regulamentação a nível da União Europeia.

Entre as áreas que chamaram a atenção destacam-se os seguintes domínios:

- ✚ Governação empresarial (incluindo a protecção dos accionistas minoritários, prevenção de conflitos de interesses, e comités de supervisão da auditoria independente)
- ✚ Estabelecimento de padrões para auditores e auditorias;
- ✚ Implementação de princípios e padrões internacionais:
- ✚ Supervisão dos auditores:
- ✚ Rotação dos auditores;
- ✚ Cooperação transfronteiriça;
- ✚ Consolidação do sector de auditoria (concentração em apenas 4 grandes empresas de auditoria).

Entre a legislação europeia entretanto publicada destaca-se:

- ✚ A Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de Janeiro de 2003, relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação de mercado (abuso de mercado)
- ✚ A Directiva 2003/124/CE da Comissão, de 22 de Dezembro de 2003, que estabelece as modalidades de aplicação da Directiva 2003/6/CE;
- ✚ A Directiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros.

Em Portugal este debate tem sido objecto de algumas iniciativas. Em Dezembro de 2002, o Instituto das Sociedades de Advogados e da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas organizaram uma conferência sobre o tema: "O Caso ENRON, as Práticas

Multidisciplinares e a sua Situação em Portugal³⁵". Também a revista "Revisores & Empresas" tem publicado algumas reflexões sobre este tema³⁶.

Fernando Teixeira dos Santos, então presidente da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, alertou recentemente para a necessidade de se implementarem instrumentos de supervisão de dimensão transnacional, correspondendo à criação de um novo nível de decisão de supervisão no Espaço Económico Europeu, com alcance supranacional, actuando nos casos em que os sistemas de supervisão nacionais não podem exceder as respectivas jurisdições.

³⁵ Nesta conferência fizeram-se apresentações sobre "As regras deontológicas dos Revisores Oficiais de Contas", "A prática de uma sociedade internacional de auditoria" e "O caso Enron e as incompatibilidades nas práticas multidisciplinares".

³⁶ De referir os artigos de José Joaquim Marques sobre a "Natureza e papel da Auditoria na sociedade actual" e de António Pedro Coelho sobre "A queda da ENRON e a profissão de auditor"; neste último pode ler-se: "julga-se saber que esquemas semelhantes (aos das entidades especiais da "Enron") existem em Portugal sem que exista a correspondente consolidação".

8 Conclusões

Em termos gerais, concluímos que o processo de titularização é uma importante forma de financiamento, constituindo uma alternativa ao crédito bancário tradicional e outras formas de financiamento clássico.

A Titularização tornou-se um fenómeno de relevância crescente nos mercados financeiros nos últimos anos com a proliferação de operações por parte de bancos e empresas nas economias mais desenvolvidas. Este tema floriu em termos de exposição devido aos escândalos financeiros verificados inicialmente nos EUA, mas que se alargaram ao resto do Mundo, como podemos verificar na última década e que levaram a falências fortemente mediatizadas.

Em Portugal, as operações de titularização também se tornaram frequentes, tendo os principais bancos realizado operações de titularização, mas nesta situação envolvendo normalmente a titularização de créditos à habitação.

Esta forma de financiamento apresenta um conjunto significativo de vantagens e alguns inconvenientes, embora no nosso entendimento as primeiras superem os segundos.

Relativamente a **vantagens**, destacamos as seguintes:

- ✚ Acréscimo de liquidez no mercado;
- ✚ Diversificação e redução do risco;
- ✚ Rentabilidades mais atractivas para os investidores;
- ✚ Criação de fontes alternativas de financiamento;
- ✚ Maior especialização e melhoria da eficiência dos mercados financeiros;
- ✚ Correção das assimetrias regionais em termos de capacidade e custo de financiamento;

Apontamos alguns **inconvenientes**, nomeadamente, a questão do tamanho da operação, que poderá inviabilizar a utilização destes instrumentos por empresas de pequena ou média dimensão. Isto porque só a partir de uma dada dimensão mínima é que os custos da operação são compensados. Esta é uma das razões mais importantes para a relativa reduzida utilização das operações de titularização no nosso país, dadas as características

do tecido empresarial português. É certo que isso poderia ser resolvido pelo *pooling* de activos de muitas empresas, mas isso acarretaria problemas na avaliação da qualidade dos créditos subjacentes, dada a elevada heterogeneidade da *pool* de activos.

Ao longo dos últimos anos alguns estudos empíricos desenvolveram as origens e as causas da crise financeira nos países desenvolvidos, mas não a relacionaram com a titularização enquanto instrumento de engenharia financeira, abordando o elevado impacto que o adequado reconhecimento contabilístico destas transacções pode ter na estrutura financeira das empresas e até na sua própria existência. Abordamos, porém, três pontos que facilitaram o desenvolvimento das bolhas especulativas e a sua explosão: a adopção de regras contabilísticas que valorizam os activos a partir de seu preço de mercado ("*mark to market*"), a possibilidade dos bancos venderem de forma bastante lucrativa os riscos assumidos graças à criação e à emissão de produtos financeiros titularizados cada vez mais sofisticados e desta forma retirá-los dos seus balanços, e, por fim, as formas no mínimo "matreiras", de avaliar esses riscos. Desta forma, a engenharia financeira adquire uma lógica própria de euforia: "o crédito não assenta nas perspectivas de rendimentos mas sobre a antecipação do valor da sua riqueza", segundo Aglietta (2008). O sistema implode: a explosão da bolha leva a uma desvalorização brutal dos activos, e o que ontem favorecia a bolha ("*equity value*", ou seja, a diferença positiva entre o valor de mercado e o crédito concedido) transforma-se no contrário (o valor de mercado cai drasticamente e situa-se a partir daí abaixo do valor dos créditos a serem reembolsados).

A reviravolta do ciclo provoca uma estagnação brutal da liquidez: as empresas financeiras estão à procura de liquidez para financiar um risco que ontem, transferido e disseminado, se torna fortemente reavaliado; as empresas não financeiras, com a desvalorização da sua capitalização, vêem toda uma série de taxas "bater no vermelho" e deparam-se com uma falta crescente de liquidez. Os bancos deixam de emprestar entre si e bloqueiam os seus empréstimos às empresas. O "*credit crunch*" transforma a crise financeira em crise económica. A crise torna-se sistemática, afecta até mesmo empresas que tiveram uma gestão prudente, longe da manipulação lucrativa, dos produtos financeiros titularizados. Ela propaga-se vigorosamente para além das fronteiras pelos canais preparados pela globalização financeira.

Bibliografia

Aglietta, M. (2008). Les crises financières: plus ça change, plus c'est la même chose. *Revue d'Économie Financière*.

Altman, E., Caouette, J.B.; Altman, E.I.; Narayanan. (2000). *Gestão de Risco de Crédito*. Rio de Janeiro: Qualitymark.

Alles, L. (2001), “Asset Securitization and Structured Financing: Future Prospects and Challenges for Emerging Market Countries”, *Working Paper*, N.º 147, International Monetary Fund.

BID [Bank Inter-American for Development Bank]. (2004). *Unlocking Credit: The Quest for Deep and Stable Bank Lending* - New York, Washington, D.C. 20577. Disponível em: <http://www.iadb.org/>

BIS [BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS]. (2001). Basle Committee on Banking Supervision. *Working paper on securitization*. Basle. Disponível em: http://www.bis.org/publ/bcbs_wp10.pdf Acesso em: Maio de 2009.

Branson, Douglas M. (2003). ENRON – When all systems fail: creative destruction or roadmap to corporate governance reform? *Working Paper* 2003-13. Acedido em 20-06-2009 em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=473205.

Brealey, Richard A., Myers, Stewart C. (2003). *On Corporate Finance: Finance and Risk Management*. McGraw-Hill.

Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus; Alan J. (1999). *Investments*. 4ª ed. McGraw Hill.

CMVM [COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS]. Portugal. Apresenta dados sobre o mercado de capitais em Portugal. Acedido em 2009-06-20, em <http://www.cmvm.pt>.

CNC [Comissão de Normalização Contabilística]. (2003). *Projecto de linhas de orientação para um novo modelo de normalização contabilística*. Lisboa. Acedido em 2009-08-20, em <http://www.cnc.min-financas.pt/sitecnc1.htm>

Coelho, António Pedro. A queda da ENRON e a profissão de auditoria. *Revisores & Empresas*. Disponível em: Acedido em 2004-07-11, em <http://www.oroc.pt/rev16/p24.pdf>

Damodaran, Aswat. (1999). *Applied Corporate Finance – A User’s Manual*. Wiley.

Davidson, Andrew; Sanders; Anthony; Wolf, Lang-Ling; Ching, Anne. (2003). *Securitization – Structuring and Investment Analysis*. New Jersey: John Wiley & Sons.

Dermine, Jean; Bissada, Youssef F. (2005). *Gerenciamento de Activos e de Passivos – Um guia para criação de Valor e Controle de Riscos* – Editora ATLAS, 2005.

Dicionário da Língua Portuguesa. Porto Editora (em linha). Último acesso em 13-12-2009, em <http://www.infopedia.pt/pesquisaavancada>

Downes, j.; Goodman, J.E. (1991). *Dictionary of finance and investment terms*. New York: Barron’s Educational Series.

Durand, D. (1952). *Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement*. In: Conference on Research on Business Finance. New York: National Bureau of Economic Research

Eichengreen, B. (2003) *Crises financeiras: análise, prevenção e gestão*. Rio de Janeiro: Editora Campus

Fabozzi, Jr., Frank J., Davis, Henry A.; Choudhry, Moorad. (2006). *Introduction to structured finance*. New Jersey: John Wiley Trade.

FASB [Financial Accounting Standards Board]. (1980-b). *Statement of financial accounting concepts n.º 4: Objectives of financial reporting by nonbusiness organizations*. Connecticut. Acedido em 2009-02-17, em <http://www.fasb.org/pdf/con4.pdf>.

FASB [Financial Accounting Standards Board]. (1984). *Statement of financial accounting concepts n.º 5: Recognition and measurement in financial statements of business enterprises*. Connecticut. Acedido em 2009-02-17, em <http://www.fasb.org/pdf/con5.pdf>

FASB [Financial Accounting Standards Board]. (2000). *Statement of financial accounting concepts n.º 7: Using cash flow information and present value in accounting measurements*. Connecticut. Acedido em 2009-02-17, em <http://www.fasb.org/pdf/con7.pdf>.

Fannie Mae. Estados Unidos. Apresenta histórico e estruturação sobre o mercado secundário de hipotecas nos Estados Unidos. Disponível em <http://www.fanniemae.com>. Acesso em: Maio 2009

Ferreira, Domingos. (2009) *Opções Financeiras - Gestão de Risco, Especulação e Arbitragem*, Edições Sílabo.

Ferreira, Domingos. (2008). *Swaps e Derivados de Crédito. Ganhar (e não perder) nas bolsas e nos mercados OTC*, Edições Sílabo.

Fernandez, S. e M. Turbica (2006), “2005 Review and 2006 Outlook: Portuguese Structured Finance”, Moody’s Investors Service

Fitch, Thomas. (1993). *Dictionary of Banking Terms*. 2.ª ed. Hauppauge, NY: Barrow’s Educational.

Gaggini, Fernando S. (2003). *Securitização de Recebíveis*. Livraria e Editora Universitária de Direito.

Garcia, Susana Blanco; Molina, Pedro Carvajal (2001). *Evolution Del Proceso de Titulizacion em Espana*: Universidad Complutense de Madrid, Espana.

Gorton, Gary; Souleles, Nicholas S. (2005). *Special Purpose Vehicles and Securitization*. The Wharton School – University Pennsylvania and NBER, September.

Gonçalves, António Miguel. (2009). *De quem é a culpa?* in “*Crise: As causas da Crise Económica e Financeira: Soluções para o Futuro de Portugal e do Mundo*”, Deoplano Network S.A..

Greenbaum, Stuart I.; Thakor, Anjan V. (1987). *Bank funding modes*. *Journal of Banking and Finance*. vol. 11, 379-401. North-Holland, USA.

Heller, H. Robert. (1987). *The Debt Crisis and the Future of International Bank Lending*. *The American Economic Review*. Vol. 77, No. 2.

IASB [International Accounting Standards Board]. Acedido em 2009-10-21, em <http://www.iasb.org/Home.htm>

Jensen, M., Meckling, W. (1976). *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*: *J. Financial Economics*, October.

Kendall, Leon T. (1996). *Securitization: a new era in America finance*. In: Kendall, Leon T.; Fishman, Michael J. (Org). *A primer on Securitization*. London: The MIT Press.

Kendall, Leon T.; Fishman, Michael J. (Org). (1996). *A primer on Securitization*. London: The MIT Press.

Kothari, Vinod. (1999). *Securitization: The financial instrument of the new millennium*. Calcutta: Academy of financial Services.

Kothari, Vinod. (2006). *Securitization: The financial instrument of the future*. Singapore: John Wiley & Sons (Asia).

Lautier, D. e A. Kwateng (2006), “2005 Review and 2006 Outlook: EMEA Structured Finance”, Moody’s Investors Service.

Matias, Arnaldo Saraiva. (1998). *Titularização: um novo instrumento*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Económico e Financeiro*, São Paulo.

Millenium

BCP,

<http://www.bcpinvestimento.pt/sub/sub.asp?path=/PH%20Content/www.bcpinvestimen>

to.pt/Portugu%EAAs/%C1reas%20de%20Actividade/Rendimento%20Fixo/Opera%E7%
F5es%20Efectuadas/Securitiza%E7%E3o&lang=

Milles, William. (1999). Securitization, liquidity, and the Brady plan. *The North American Journal of Economics and Finance*, vol. 10, 423 - 444.

Neal, Robert S. (1996). “*Credit Derivatives: New Financial Instruments for Controlling Credit Risk.*” *Economic Review*. p. 15-26.

Noronha, I. P. (2004). *Securitização de Recebíveis Comerciais e Industriais: Tese de Doutorado - FEA - Universidade de São Paulo.*

O’Connell, B.T. Ratnatunga, J. and Smyrniotis, K.X. (2000). Critical Factors in Securitization of Financial Assets: Evidence from Australia. *Journal of Applied Finance, (published by the FMA, formerly Known as Financial Practice and Education)*, vol. 10, n.º 2: Fall/Winter.

Perino, Michael A. (2002). ENRON's Legislative Aftermath: Some Reflections on the Deterrence Aspects of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=350540.

Pinheiro, Juliano Lima. (2005). *Mercado de Capitais - Fundamentos e técnicas - 3.ª Edição: Atlas/Bovespa.*

Raineri, Lewis S. (1996). The origins of securitization, sources of its growth, and its future potential. In: Kendall, Leon T.; Fishman, Michael J. (Org). *A primer on Securitization*. London: The MIT Press.

Rosenthal, James A.; Ocampo, Juan M. (1988). *Securitization of credit: inside the new technology of finance*. New Jersey: John Wiley & Sons.

Salomão Neto, Eduardo. (1996). *O Trust e o Direito brasileiro – LTR, SP.*

Saunders, Antony. (2009). *Medindo o risco de crédito - Novas abordagens para value at risk e outros paradigmas*. Qualitymark: Serasa.

Saunders, Antony. (1997). *Financial Institutions Management*. Irwin.

Securato, José Roberto. (2002). *Crédito Análise e Avaliação do Risco*. São Paulo: Editora *Saint Paul Institute of Finance*.

Securitization.net. Estados Unidos. Apresenta diversas informações e *links* sobre operações de titularização em todo o mundo. Disponível em: <http://www.securitization.net>. Acesso em Março 2009.

Toneto, Rudinei Júnior. (1996). *Financiamento de Longo Prazo no Brasil - Da reforma Financeira de 1964 aos anos 90: Expansão, Crise e novas Tendências - Tese de Doutorado* – FEA/USP.

Turnbull, S. (2002d). 'The science of corporate governance' *Corporate Governance: An International Review*, 10:4, 256–72. Disponível em http://ssrn.com/abstract_id=316939.

Unterman, Aaron. (2007). *Exporting Risk: Global Implications of the Securitizations of US Housing Debt*. Kyushu University, Japan.

Anexos

Anexo 1 – Estrutura da Operação de Titularização

A titularização, tal como está consagrada no Regime Jurídico da Titularização de Créditos, pressupõe apenas a possibilidade de aquisição de créditos para titularização por parte de fundos de titularização de créditos (FTC), que sejam administrados por sociedades gestoras de titularização de créditos (SGFTC) ou por parte de sociedades de titularização de créditos (STC).

Trata-se essencialmente de uma operação financeira que permite a congregação de créditos com vista à sua alienação por parte do originador (titular originário dos créditos objecto de titularização) ou cedente para a esfera da propriedade de uma entidade adquirente ou cessionária (correntemente designados por “*Special Purpose Vehicle*” ou abreviadamente por “SPV”), a qual procede à emissão de valores mobiliários de dívida³⁷.

Atendendo às especificidades de cada operação, são frequentemente utilizados na montagem destas transacções dois SPV, sendo um necessariamente o FTC ou a STC.

Estes títulos de dívida são normalmente colocados junto de investidores de cariz institucional, que os adquirem (embora não se excluam outros tipos de colocação) e, consequentemente, financiam a aquisição dos créditos anteriormente cedidos.

Os valores mobiliários emitidos pelos SPV, colateralizados pelos créditos adquiridos, podem ser estruturados em diferentes tranches, às quais se associam várias prioridades em termos de ordem de satisfação de créditos (ranking), de modo a que os valores mobiliários emitidos pelos SPV tenham níveis diferenciados de risco/rendimento.

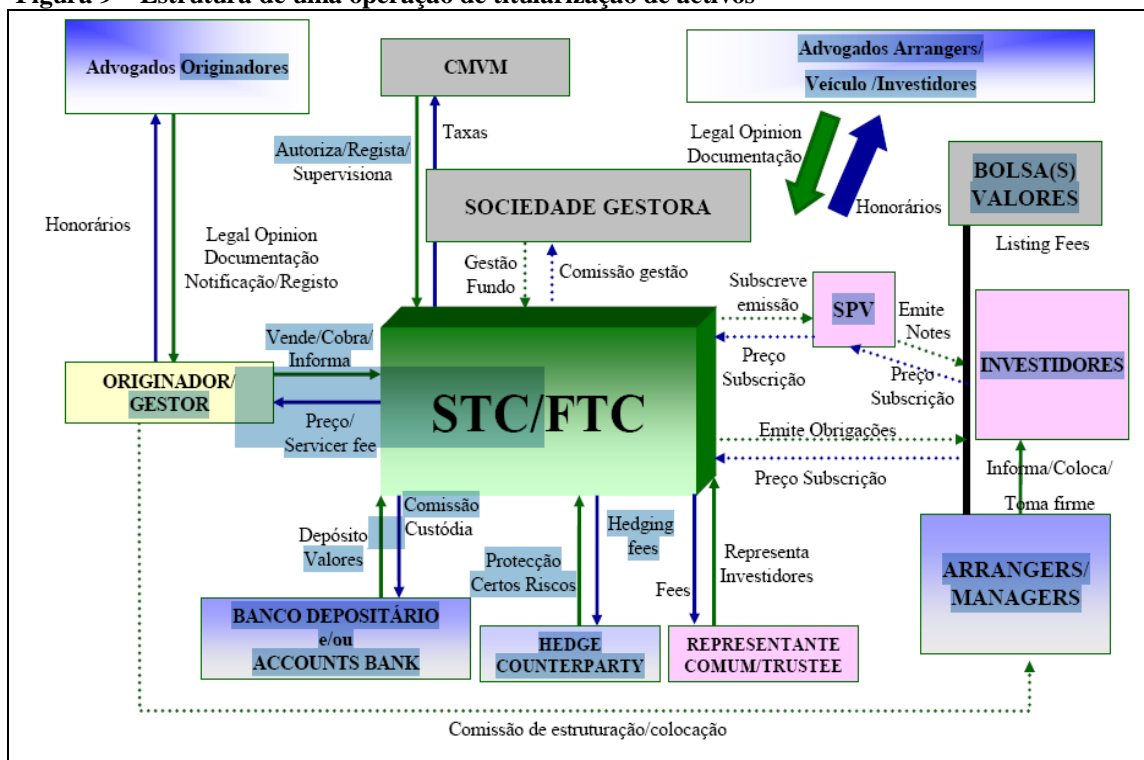
Estes esquemas são montados com vista a facultar aos investidores o acesso a diferentes tipos de activos com características de risco/rendimento específicas, permitindo ainda diversificar o seu portfolio.

³⁷ Por outras palavras, “*Securitisation is essentially the unbundling of risk and repackaging of cash flows to fit investors preferences in respect of yield, maturity, liquidity and risk. It provides the originator of the assets with an effective financing method which allows it strengthen its balance sheet and raise lower cost funding*” in Europe Securitisation and Structured Finance Guide 2001, White Page, pag.70.

Os investidores que adquirem os títulos têm direito a receber mais tarde o valor das obrigações titularizadas ou unidades de titularização de créditos acrescidos de uma remuneração, cujo pagamento se encontra dependente da boa cobrança dos créditos titularizados⁶.

Os contratos e documentos tipicamente associados e os fluxos financeiros e intervenções usuais das diversas entidades nelas intervenientes na montagem de uma operação de titularização de créditos podem ser apresentados esquematicamente da seguinte forma:

Figura 9 – Estrutura de uma operação de titularização de activos



Fonte: Revista de Fiscalidade 25-10-2004 (Artigo_PCS+RSM_Securitização de Créditos)

a) Constituição de Carteira de Activos e Serviço da Dívida

Os activos que suportam a titularização são escolhidos tendo em conta as suas características. De acordo com Alles (2001), existem vantagens significativas na constituição de carteiras homogéneas e de grandes dimensões (obtenção de economias de escala). O promotor continua, normalmente, com a responsabilidade de assegurar a gestão corrente desses activos, nomeadamente o serviço de cobrança (*servicing*), mediante uma comissão (*servicing fee*);

b) Transferência de Activos e Venda Firme

Os activos seleccionados são transferidos do promotor para a empresa veículo. Esta (ou outra entidade para a qual a empresa veículo transfere os activos – depositário (*trust*)) emite títulos de dívida no mercado de capitais, os quais são geralmente adquiridos por investidores institucionais. A contrapartida financeira da emissão destes títulos concede à empresa veículo os meios necessários à aquisição dos activos. A transferência dos activos do promotor para a empresa veículo assume geralmente a forma de venda firme (*true sale*) necessária para retirar os activos da esfera dos impactos da falência ou insolvência do promotor (segregação).

c) **Requalificação do Crédito (*Credit Enhancement*)**

Aos activos titularizáveis está associado risco de crédito, o que origina perdas no colateral, atrasos nos pagamentos e perdas para os investidores. Este risco cria incerteza sobre o momento e o montante de tesouraria disponível para a empresa veículo cumprir com as suas obrigações. A requalificação do crédito é utilizada para reduzir esta incerteza e limitar a exposição dos investidores a perdas ou atrasos nos pagamentos. O montante de requalificação requerida é geralmente determinado pelas agências de notação de risco de crédito (agências de *rating*) que, para determinar o nível de perdas esperadas, avaliam o desempenho histórico dos activos, a experiência do cedente dos activos (*seller*) e da entidade que efectua o serviço de dívida/rendimento. As agências de notação de risco de crédito especificam o montante de requalificação do crédito necessário para que uma determinada notação de risco de crédito seja alcançada. No entanto, o montante e tipo de requalificação afecta o custo das operações, pelo que, para cada classe de títulos numa dada estrutura, o emissor avalia o *trade-off* associado ao custo de requalificação face à redução na taxa (*yield*) requerida para vender os títulos. Existe uma grande variedade de suportes de crédito para reduzir o risco dos investidores. Os mecanismos internos de requalificação do crédito são:

- ✚ **Margem Líquida (*Excess Spread*)** – montante líquido do pagamento dos juros sobre os activos subjacentes, após deduzido o pagamento aos detentores dos títulos e as despesas com o processo;
- ✚ **Margem de Taxa (*Yield Spread*)** – a diferença entre o cupão pago pelo devedor ao promotor e o cupão pago aos detentores dos títulos emitidos;
- ✚ **Fundo de Reserva (*Reserve Fund*)** – fundo autónomo criado pelo emitente dos títulos para fazer face às despesas do depositário, bem como compensá-lo por eventuais perdas;

- ✚ **Sobre garantia (*Overcollateralization*)** – requalificação do crédito assegurada pela emissão de títulos com um valor nominal inferior ao valor facial dos activos que constituem a carteira;
- ✚ **Subordinação (*Subordination*)** – agrupamento dos títulos em classes, cada uma delas correspondendo a um grau de subordinação. Assim, existe uma classe de títulos Senior (classe A) e uma ou mais classes subordinadas (classe B, C, etc). Os títulos da classe Senior recebem tipicamente uma notação de risco de crédito AAA, enquanto os restantes recebem uma notação inferior ou não têm qualquer notação.

Os mecanismos externos de requalificação de crédito são os seguintes:

- ✚ **Seguro (*Surety Bond*)**: política de seguros estruturada, de modo a reembolsar os títulos emitidos por eventuais perdas incorridas. As classes abrangidas por esta política de seguros têm uma notação equivalente ao da seguradora, geralmente AAA;
- ✚ **Garantias de Terceiras (*Third – Party or Parental Guarantees*)**: um terceiro (companhia de seguros ou a empresa-mãe do promotor) compromete-se a reembolsar o depositário por eventuais perdas ocorridas até um determinado montante máximo previamente fixado;
- ✚ **Cartas de Crédito (*Letters of Credit (LOCs)*)**: são emitidas por instituições financeiras (tipicamente bancos) que, mediante o pagamento de uma comissão, disponibilizam a liquidez necessária para reembolsar o depositário por eventuais perdas ocorridas, até ao montante de requalificação do crédito requerida;
- ✚ **Depósito de Garantia (*Cash Collateral Account (CCA)*) e Crédito de Garantia (*Collateral Invested Amount (CIA)*)**.

d) **Swaps de Taxa de Juro e de Câmbio (*Interest Rate and Currency Swaps*)**

Nas transacções de titularização efectuadas na Europa, é comum divergirem os regimes de taxa de juro ou as denominações monetárias dos títulos emitidos e dos activos

subjacentes³⁸. Para cobrir os riscos daqui decorrentes, a empresa veículo recorre a *swaps* de taxa de juro, e outros procedimentos de cobertura e gestão de risco;

e) Notações de Risco de Crédito (*Credit Ratings*)³⁹

Para a generalidade dos processos de titularização, são pedidas notações de risco de crédito para as várias classes de títulos emitidos a uma ou mais agências internacionalmente reconhecidas (*Rating agencies – e.g., S&P, Moody's e Fitch*);

f) Tomada Firme e Emissão (*Underwriting and Issuance*)

O agente tomador firme de subscrição (*the underwriter*) serve de intermediário entre o emitente e os investidores na oferta dos títulos, oferecendo apoio na estruturação da operação, de forma a torná-la eficiente. A divisão da emissão em classes serve aqui o intuito de satisfazer as preferências individuais dos investidores, nomeadamente no que diz respeito à relação risco – rendimento;

g) Relatório de Pós – Emissão (*Post – Issuance Reporting*)

Os emitentes asseguram a recolha e disseminação de informação sobre o desempenho da operação de titularização. Estes dados, são geralmente recolhidos e preparados para a disseminação pelos agentes responsáveis pelo serviço de dívida/rendimento, sendo posteriormente transmitidos ao representante dos investidores (*trustee*) ou a outro agente administrativo, que prepara o relatório em nome do emitente dos títulos.

1) Participantes da estrutura de titularização e principais características

Entidade Originadora: é a empresa geradora de recebíveis ou qualquer pessoa jurídica que tenha fluxo de dívidas a receber, originados por vendas a prazo, por exemplo. Esse fluxo de recebíveis será utilizado títulos a serem emitidos pela Sociedade de Propósito Específico - SPE. Exemplificando, podem destacar-se os administradores de

³⁸ A introdução do euro veio reduzir de forma objectiva o mínimo de denominações monetárias no interior da Europa. As grandes divisas utilizadas são, o euro, a libra esterlina e o franco suíço.

³⁹ Ver Anexo

cartão de crédito, empresas distribuidoras de água luz e gás, entre outras. Os recebíveis são o fruto das vendas a prazo já realizadas, facturadas e ainda não vencidas.

Sociedade de Propósito Específico — SPE: A Sociedade de Propósito Específico — SPE, também conhecida na literatura internacional como *Special Purpose Company* — SPC ou *Special Purpose Vehicle* — SPV, é uma sociedade de grande importância e relevância na estrutura de titularização, pois é por meio dessa sociedade que se viabiliza a segregação dos riscos dos recebíveis dos riscos da companhia originadora. A sociedade de propósito específico — SPE, também conhecida por *Trust* (de acordo com as leis inglesas, *Trust* é uma sociedade de propósito específico), refere-se a uma empresa especialmente constituída para comprar o fluxo de recebíveis e, utilizando-se desse lastro (recebíveis), para a emissão títulos e valores mobiliários. A SPE tem duas funções no âmbito de uma titularização de recebíveis: comprar os recebíveis da companhia originadora e simultaneamente, fazer a emissão dos títulos para os investidores. Essa operação assemelha-se ao *trust*, assim entendido por Salomão Neto (1996, p.20):

“Implica o *trust* a transferência de propriedade ou titularidade sobre um bem corpóreo, móvel ou imóvel, ou incorpóreo, como os direitos, a um terceiro denominado *trustee*, a quem incumbe exercer os direitos adquiridos em benefício de pessoas designadas expressamente no instrumento criador do *trust*, ou indicadas pela lei ou jurisprudência na falta de tal instrumento, chamadas de beneficiários. Alternativamente, podem constituir-se *trust* em benefício de pessoas determinadas, mas, com vistas a perseguição de determinados objectivos”.

A respeito das vantagens proporcionadas pelas Sociedades de Propósito Específico - SPE, escreve Salomão Neto (1996, p.26): “a Sociedade de Propósito Específico que capta os recursos dos investidores, através da emissão de títulos, não está contaminada por outras dívidas da sociedade alienante dos créditos (companhia originadora), nem pelos riscos de sua actividade empresarial, o que diminui os riscos para os investidores e, portanto, permite juros mais baratos”.

Trustee ou Agente Fiduciário: o agente Fiduciário é o representante legal da comunhão de interesses dos emissores de títulos, protegendo seus direitos junto a emissora. A sua presença é obrigatória nas emissões públicas de títulos. Na estrutura de

titularização de activos, o *trustee* é representado pelo agente fiduciário, que tem a função e obrigação de supervisionar a perfeita liquidação dos títulos da carteira. O agente fiduciário será o responsável pela gestão de todo o processo da titularização, representando legalmente os interesses dos investidores. A sua função principal será emitir relatórios periódicos aos investidores dos títulos sobre o desempenho da carteira, os índices de cobertura das garantias dos títulos e os resultados das auditorias internas. Devedores e atribuições do Agente fiduciário: fiscalizar a constituição das garantias; intimar a companhia originadora a reforçar garantias, caso necessário;

Declarar vencida a emissão de títulos e executar as suas garantias; convocar assembleia de investidores dos títulos; comparecer nas assembleias de investidores dos títulos para lhes prestar informação e renunciar a função de agente fiduciário na hipótese de situação de conflito de interesse em relação à empresa originadora dos recebíveis.

Agência de Classificação de *Rating*: O *rating* é uma metodologia de classificação de risco de crédito, por meio da qual uma empresa independente se especializa na análise de governos, empresas, operações estruturadas, do tipo *project finance* e fundos de investimentos, entre outras entidades que ofereçam títulos publicamente, de modo a oferecer informações quanto à segurança e garantia dos emissores e títulos analisados. De acordo com Securato (2002, p.183), uma empresa independente especializada em *rating* é denominada de agência de *rating*, que é uma organização que fornece serviços de análise, operando sob os princípios de independência, objectividade, credibilidade e *disclosure*. A observância desses princípios é essencial já que, em última análise, o reconhecimento de uma agência classificadora depende exclusivamente da disposição do investidor em acreditar e aceitar a sua apreciação. A indústria de classificação de bônus originou-se nos EUA, em 1900, por John Moody, o primeiro a publicar uma classificação de *rating* de crédito, quando fundou a *Moody's Investors Service*, e analisou o risco de crédito de mais de 250 ferrovias americanas da época. A *Standard & Poor's*, por sua vez, foi fundada em 1860, com a finalidade de publicar informações financeiras e prestar serviços de pesquisa. Uma classificação de *rating* de crédito é uma avaliação do risco de um determinado bônus ou título, feita por uma agência privada independente. As classificações não reflectem outros riscos, tais como o risco de taxa de juro, nem são recomendações para comprar ou vender títulos em particular.

A agência de *rating* contratada deverá dar suporte na estruturação da titularização, sendo responsável pela divulgação do *rating* (classificação do risco de crédito) da empresa originadora dos recebíveis, durante toda a vida útil da titularização. Dada a complexidade dessa estrutura, a presença de uma agência de *rating* indicará aos investidores dos títulos uma avaliação especializada e independente sobre a segurança da estrutura da titularização, a qualidade das garantias, o comportamento do fluxo dos a receber e os poderes do agente Fiduciário (*trustee*) no zelo dos interesses dos investidores dos títulos. Devido à sofisticação do mercado de valores mobiliários nacional, o *rating* passou a ser exigência

A agência de *rating* estabelecerá uma classificação ou nota de crédito (conforme demonstrado nos quadros a seguir), geralmente, baseada nos principais aspectos abaixo indicados:

- ✚ Processos de concessão de crédito que a empresa originadora possui; quais os seus controles internos (*compliance*); qual a sua capacidade ou nível de seus sistemas de informática;
- ✚ Análise do nível de incobrabilidade histórica e actual do fluxo de recebíveis; qualidade e eficácia do sistema de cobrança dos recebíveis;
- ✚ Nível de *over-collateral* (sobre-colateralização ou garantia adicional no fluxo de recebíveis), que a sociedade de propósito específico possui, e;
- ✚ Forma da segregação dos contratos originais do fluxo de recebíveis.

Auditor Independente, os auditores independentes são empresas ou pessoas físicas especializadas no exame às demonstrações financeiras das empresas, procurando determinar a consistência das informações prestadas. Trata-se de uma exigência legal, devendo o auditor independente estar registado na CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários;

O Auditor será uma empresa de auditoria independente que terá a atribuição de comprovar todos os relatórios operacionais emitidos tanto pela empresa originadora quanto pelo agente Fiduciário, bem como pelos relatórios emitidos pela instituição financeira responsável pela cobrança do fluxo de recebíveis e deverá, também, auditar os processos de concessão de crédito da empresa originadora durante a vida útil da

operação, bem como auditar os valores de transferência dos recebíveis para a Sociedade de Propósito Específico - SPE.

Investidor, os investidores são os compradores dos títulos de emissão da Sociedade de Propósito Específico — SPE. Geralmente os investidores são classificados como: Fundos de Pensão (Públicos e Privados); Fundos de Investimento (*Asset Management*); Seguradoras; Instituições Financeiras (Bancos e *Private Bank*).

Em Março de 2007, foi lançada a primeira operação de titularização de crédito vencido em Portugal, no valor de 150 milhões de euros, composta de malparados adquiridos a vários bancos portugueses. Uma das empresas por detrás desta operação foi a Domusvenda, especialista no negócio de compra de Non Performing Loans (NPL), ou seja, créditos vencidos. Esta empresa é responsável pelo *servicing* de toda esta operação, preparando-a e montando-a em conjunto com o Credit Suisse e sujeita a auditoria por parte da Fitch e da Standard & Poor's. Esta titularização destinou-se ao mercado internacional, especialmente a fundos estrangeiros. Mas não é só neste segmento da titularização de crédito vencido que a Domusvenda tem uma actuação inovadora no mercado português. Em 2004, esta empresa iniciou em Portugal o negócio da compra de créditos vencidos (NPL), depois de em 1997 ter iniciado contactos com o mercado internacional nesta matéria. Em Fevereiro de 2004, a Domusvenda compra a primeira carteira de crédito vencido ao BES e de então para cá seguiram-se outras aquisições aos BCP, BPN, BANIF, Cofidis, BPI, SANTANDER TOTTA e POPULAR. Actualmente conta apenas com a concorrência de uma outra empresa, a Atlantis, na disputa de um mercado potencial avaliado em cerca de três mil milhões de euros, o total de crédito vencido existente em Portugal, 1,6% do total concedido.

Anexo 2 – Características e classificação dos títulos

Tabela 6 – Classificação de Títulos da *Moody's* e *Standard & Poors*

	Alta Qualidade	Grau Investimento	Subpadrao	Especulativo
Moody's	Aaa Aa	A Baa	Ba B	Caa C
S&P	AAA AA	A BBB	BB B	CCC D

Fonte: Moody's e Standard & Poors

Tabela 7 – Características da Classificação dos Títulos

Moody's	S & Poor's	Características da Classificação dos Títulos
Aaa	AM.	<i>Rating</i> mais alto possível. A capacidade de pagamento de juros e principal é muito forte.
Aa	AA	<i>Rating</i> com capacidade muito forte de pagamento. Esse grupo compreende a classe de obrigações de elevada qualidade.
A	A	Dívidas com esse <i>rating</i> possuem capacidade forte de pagamento de juros e principal. Entretanto, são pouco mais susceptíveis as mudanças adversas de circunstâncias e condições económicas.
Baa	BBB	Dívidas classificadas nessa categoria são consideradas possuidoras de capacidade adequada de pagamento de juros e restituição de principal. Porém, as condições económicas desfavoráveis ou mudanças de circunstâncias podem levar a uma redução maior dessa capacidade de pagamento em relação as categorias superiores. Essas dívidas são obrigações de média qualidade.
Ba B Caa	BB B CCC	Dívidas classificadas nessa categoria são consideradas, em geral, predominantemente especulativas.
C	C	Esse nível de <i>rating</i> é reservado para obrigações de renda variável cujos juros não estão sendo pagos.
D	D	Dívidas nessa categoria encontram-se em situação de incobrabilidade, e o pagamento de juros e/ou de restituição do principal encontra-se em atraso.

Fonte: Moody's e Standard & Poors

Tabela 8 – Definições de Ratings de crédito de Longo Prazo

Grau	Escala	Interpretação
Investimento	AAA	A capacidade do emitente de honrar os compromissos financeiros da dívida é extremamente forte.
	AA	A capacidade do emitente de honrar os compromissos financeiros da dívida é muito forte.
	A	A dívida é mais suscetível aos efeitos adversos de mudanças na conjuntura econômica, do que as categorias com <i>rating</i> AAA ou AA.
	BBB	A dívida exibe parâmetros adequados de proteção. Contudo, mudanças na conjuntura econômica podem levar o emitente a não honrar os compromissos financeiros da dívida.
Especulativo	BB	A dívida está exposta as adversidades econômicas, financeiras e comerciais, que podem levar o emitente a ter pouca capacidade em honrar os compromissos financeiros da dívida.
	B	A dívida está mais exposta as adversidades econômicas, financeiras e comerciais, que provavelmente prejudicarão a capacidade e boa vontade do emitente de honrar os compromissos financeiros da dívida.
Default	CCC	A dívida é dependente de condições econômicas, financeiras e comerciais favoráveis. O emitente, provavelmente, não tem capacidade de honrar os compromissos financeiros da dívida.
	CC	A dívida é altamente vulnerável as possibilidades de não pagamento dos compromissos financeiros.
	C	A dívida encontra-se em situação de pedido de falência ou ação similar por parte do emitente, desde que com a continuidade do pagamento.
	D	As dívidas encontram-se em situação de inadimplência ou o emitente decretou sua falência.
	DS	A dívida pertence a um emitente que não pagou uma ou mais de suas dívidas, com ou sem <i>rating</i> , na data do vencimento das mesmas. A agência considera o emitente seletivo em sua inadimplência, mas continuará a honrar o pagamento dos demais compromissos financeiros nos prazos estabelecidos.
Outros	E	As dívidas não são classificadas, por que os emitentes não disponibilizam as informações necessárias para o estabelecimento do seu <i>rating</i> , dentro de um período mínimo exigido.

Fonte: Standard & Poor's

Tabela 9 – Ordenamento dos *Ratings* de Crédito de Longo Prazo

AAA	Excepcional capacidade de cumprir com seus compromissos financeiros. As emissões de obrigações com esta notação, que é a mais elevada, apresentam uma forte capacidade para liquidar os seus compromissos – amortização e juros.
AA	Esta notação é também de grau muito elevado. A capacidade de liquidar os compromissos também é forte. A diferença entre ambas reside em aspectos de dimensão. Poderão apresentar margens de protecção menores, a volatilidade dos elementos de protecção pode ser superior ou poderão existir outros elementos que a longo prazo possam apresentar um risco superior.
A	Compreende os casos de forte capacidade de pagamento dos compromissos, porém são mais susceptíveis de sofrer os Efeitos adversos de alterações nas circunstâncias envolventes ou nas condições económicas gerais, do que as referidas em AAA ou AA.
BBB	É atribuída para as situações que apresentam uma capacidade adequada para liquidar compromissos. Embora apresentem com carácter regular parâmetros adequados de protecção, estão mais expostas aos Efeitos adversos de alterações nas circunstâncias envolventes ou nas condições económicas gerais, o que pode reduzir as capacidades de pagar as amortizações e os juros, mais fortemente do

	que nas três anteriores.
BB	As situações aqui incluídas levam a presumir a existência de elementos especulativos, embora sejam menos vulneráveis à possibilidade de não cumprimento, a curto prazo, do que as seguintes. Apresentam considerável incerteza ou exposição a situações operacionais, financeiras ou económicas adversas, que poderão conduzir a reduções na capacidade para liquidar os compromissos. A notação BB também é atribuída à dívida subordinada à dívida principal ou sénior a que se atribui a categoria BBB.
B	Situações que apresentam uma maior vulnerabilidade à possibilidade de não cumprimento, embora no presente tenham capacidade para liquidar os compromissos. Condições operacionais, financeiras ou económicas adversas são susceptíveis de enfraquecer a capacidade de liquidar os compromissos. A notação B também é atribuída à dívida subordinada principal ou sénior a que se atribui a categoria BB.
CCC	Para situações que apresentem já no corrente vulnerabilidade identificável ao não cumprimento e estão dependentes de condições operacionais, financeiras e económicas para cumprir os seus compromissos de forma adequada. No caso de situações operacionais, financeiras ou económicas adversas é provável que não satisfaçam os compromissos. A notação CCC também é atribuída à dívida subordinada principal ou sénior a que se atribui a categoria B.
CC	É tipicamente atribuída à dívida subordinada à dívida principal ou sénior à qual é dada a categoria CCC.
C	É tipicamente atribuída à dívida subordinada à dívida principal ou sénior à qual é dada a categoria CC. Também é utilizada para os casos em que foi apresentada situação de falência, mas cujos compromissos continuam a ser pagos.
D	Para as situações de não cumprimento, quando os juros e as amortizações não são pagas nas datas devidas, mesmo que o período de graça aplicável ainda não tenha expirado, a não ser que a S&P acredite que os compromissos serão liquidados naquele período de graça. É também justificada nos casos de apresentação de processo de falência e em que os compromissos não estão a ser pagos ou estão ameaçados.

Fonte: Domingos Ferreira, SWAPS e Derivados de Crédito, Capítulo 10, 2008, Edições Sílabo.