

Banco de Portugal

Carta-Circular nº 14/2011/DSP, de 15-09-2011

ASSUNTO: Orientações relativas à aplicação do artigo 122.-A (Operações de Titularização)

A Directiva 2009/111/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Setembro, introduziu várias alterações à Directiva 2006/48/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho, nomeadamente no que respeita ao tema da titularização. Em concreto, é introduzido um novo artigo 122.º-A, no qual foram definidos requisitos a serem aplicados às instituições emitentes ou patrocinadoras de, e investidoras em, posições de titularização. De recordar que os números 1 a 7 deste artigo foram transpostos para a regulamentação nacional através do Aviso do Banco de Portugal n.º 9/2010.

Na sequência do processo de consulta pública realizado pelo Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária (CEBS), e oportunamente divulgado pelo Banco de Portugal, foi publicado, no dia 31 de Dezembro de 2010, o documento “*Guidelines to Article 122a of the Capital Requirements Directive*”.

O documento visa a convergência das práticas de supervisão relativamente a esta matéria, incluindo as medidas a adoptar em caso de falta de cumprimento das diligências devidas e dos requisitos de gestão de risco previstos, e pretende dar resposta ao preconizado no ponto 10 do referido artigo 122.º-A. Naquele documento são apresentadas orientações e clarificados aspectos específicos sobre, por um lado, a implementação do requisito de retenção pelos cedentes/patrocinadores de operações de titularização e, por outro lado, as diligências e práticas de gestão de risco que as instituições devem adoptar quando investem em posições de titularização.

Neste contexto, o Banco de Portugal sublinha a importância de as instituições emitentes ou patrocinadoras de, e investidoras em, posições de titularização darem adequado cumprimento às linhas de orientação constantes no documento em apreço.

Em anexo, sistematizam-se os aspectos apresentados naquele documento com o objectivo de auxiliar, numa primeira fase, as instituições aquando da intenção de investimento em ou na cedência/patrocinio de operações de titularização. Esse anexo está estruturado em dois pontos – âmbito de aplicação e requisitos prudenciais. Não obstante, salienta-se que o referido anexo não pretende substituir nem dispensa a leitura do supra mencionado documento.

Enviada a:

Bancos, Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo, Caixa Económica Montepio Geral, Caixa Geral de Depósitos, Caixas de Crédito Agrícola Mútuo, Caixas Económicas, Instituições de Crédito Hipotecário, Instituições de Moeda Electrónica, Instituições Financeiras de Crédito, Sociedades de Factoring, Sociedades de Garantia Mútua, Sociedades de Investimento, Sociedades de Locação Financeira, Sociedades Financeiras para Aquisições a Crédito, Credivalor, Finangeste, Sociedades Corretoras, Sociedades Emitentes ou Gestoras de Cartões de Crédito, Sociedades Financeiras de Corretagem, Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento, Sociedades Gestoras de Fundos de Titularização de Créditos, Sociedades Gestoras de Patrimónios e Sociedades Gestoras de Participações Sociais.

ANEXO

A eficiência dos mercados é perturbada pela existência dos designados conflitos de agência, muitas vezes referidos como conflitos de interesse ou, mesmo, desalinhamento de incentivos, que surgem devido ao facto de, numa transacção, uma das partes encontrar-se mais informada sobre a relação existente entre o respectivo risco e retorno.

Desde o eclodir da turbulência nos mercados financeiros, em meados de 2007, tem sido dado especial enfoque aos conflitos de agência presentes nos processos de titularização. Adicionalmente, a disseminação do modelo *originate-to-distribute*, em conjunto com a crescente inovação e complexidade destes instrumentos financeiros, amplificaram o impacto dos problemas de agência. Estes factos explicam a dificuldade, por parte dos investidores, na correcta valorização destes instrumentos.

Para reduzir os referidos conflitos de agência, repor a confiança nestes instrumentos financeiros e reforçar a estabilidade financeira, em particular, no domínio da eficiência do funcionamento dos mercados financeiros estruturados é necessário:

- i) Divulgar informação relevante que permita a avaliação e monitorização, de forma regular, dos riscos e da *performance* das titularizações;
- ii) Convergir incentivos/interesses dos principais intervenientes nas operações de titularização, assegurando um eficiente funcionamento das relações entre os vários participantes.

É neste contexto que surge o novo artigo 122.º-A (adiante designado ‘artigo’) na Directiva 2006/48/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho (adiante designada ‘Directiva’), no qual foram definidos requisitos a serem aplicados às instituições emitentes ou patrocinadoras de, e investidoras em, posições de titularização, os quais pretendem, em grande medida, dar resposta aos desafios enunciados nas duas alíneas anteriores. Posteriormente, e com a publicação do documento do Comité das Autoridades Europeias de Supervisão Bancária (CEBS), em 31 de Dezembro de 2010, designado “*Guidelines to Article 122a of the Capital Requirements Directive*”, pretendeu-se uma convergência das práticas de supervisão relativamente a esta matéria.

I. ÂMBITO DE APLICAÇÃO DO ARTIGO 122.º-A

Operações de Titularização

A aplicação do artigo depende da data de realização da operação de titularização e de alterações efectuadas ao nível dos activos (não dos passivos) de uma operação existente, pelo que:

- (i) O artigo é aplicável:
 - A partir de 01/01/2011: às operações realizadas após 01/01/2011;
 - Após 31/12/2014: às operações realizadas antes de 01/01/2011, às quais foram substituídas ou acrescentadas novas posições em risco após 31/12/2014, sendo o artigo aplicável a partir da data dessa substituição.
- (ii) O artigo não é aplicável a operações realizadas antes de 01/01/2011, às quais:
 - Não foram substituídas ou acrescentadas novas posições em risco;
 - Foram substituídas ou acrescentadas novas posições em risco até 31/12/2014.

Embora não exista um limiar mínimo de materialidade para a alteração dos activos, ou seja, qualquer adição ou substituição de uma posição em risco seria suficiente para impor a aplicação imediata do artigo, destacam-se algumas situações que podem ser excluídas dessa aplicação: (i) quando o mutuário de uma posição de titularização existente não se altere; (ii) apenas a estrutura legal ou accionista de um mutuário se modificou; (iii) substituição de uma posição por outra devido a razões meramente contratuais pré-definidas e que seguem os trâmites originais previstos na operação.

Todavia, considerando que podem surgir situações que dificultem a aplicação retroactiva do artigo a posições adquiridas ou assumidas antes de 01/01/2011, as autoridades de supervisão podem, em determinadas circunstâncias e para uma mesma operação de titularização, avaliar a natureza e materialidade da quebra de cumprimento do artigo de novas posições de forma diferente das adquiridas ou assumidas antes de 01/01/2011.

Posições e Carteiras

O artigo é aplicável a **todas as operações de titularização incluídas na carteira de negociação ou na carteira bancária**, que se incluam na definição que consta no número 36¹ do artigo 4.º da Directiva², destacando-se a necessidade de ser assegurado o *tranching* do risco de crédito.

A este respeito, salienta-se que o requisito de retenção deve ser aplicável a todas as operações cuja substância económica recaia no conceito de titularização definido na Directiva ou que fiquem expostas ao risco de crédito das titularizações. Assim, ficam sujeitas ao artigo as operações de titularização e outras operações (v.g. valores a receber adquiridos³) que, em sentido mais lato, possam estar abrangidas pela definição de titularização que consta na Directiva.

Excepções à Retenção

As operações e posições em risco titularizadas previstas no ponto 3⁴ do artigo ficam apenas excluídas da aplicação do requisito de retenção, ficando sujeitas aos restantes requisitos previstos nesse artigo (v.g. de informação acerca das posições de titularização, de adequação dos procedimentos e políticas de gestão de riscos).

No âmbito das exclusões ao requisito de retenção, destacam-se:

- Posições de titularização da carteira de negociação de correlação: esta exclusão assenta na equivalência entre as transacções excluídas pelo segundo parágrafo do ponto 3(a) da Directiva⁵ e as operações incluídas na carteira de negociação de correlação, definida no ponto 14b do Anexo I da Directiva 2006/49/CE⁶;
- Swaps de risco de incumprimento (*credit default swaps*): na medida em que estes instrumentos não constituam posições em operações de titularização. Desta forma, um vendedor de protecção a operações de titularização, ao ficar exposto ao risco de crédito dessas operações, fica sujeito aos requisitos do artigo da mesma forma que um investidor. Pelo contrário, a compra de protecção (transferência do risco de crédito) de uma operação de titularização fica isenta do requisito de retenção.

Entidades

O artigo é aplicável a todas as instituições intervenientes nas operações de titularização – instituição cedente, patrocinador, investidor, instituição que assegura facilidades de liquidez, contraparte para a cobertura do risco.

Adicionalmente, o artigo é aplicável a todas as empresas (instituições e não bancárias) pertencentes a um grupo bancário sujeito a supervisão consolidada, ou seja, uma instituição de crédito estará, também, exposta ao risco de crédito de uma titularização através de actividades realizadas por uma entidade relacionada (autorizada ou não) que incorpora o grupo sujeito a supervisão consolidada.

Neste sentido, pode concluir-se que um grupo sujeito à supervisão consolidada só poderá adquirir uma posição de titularização, seja através de uma instituição de crédito ou de uma outra empresa do grupo com actividades relevantes, caso tenha ocorrido o requisito de retenção pelo cedente/patrocinador.

II. REQUISITOS E MEDIDAS PRUDENCIAIS PREVISTOS NO ARTIGO 122.º-A

De forma sucinta, o novo artigo introduz requisitos a aplicar às instituições emitentes/patrocinadoras de, e investidoras em, posições de titularização, os quais incluem a **retenção**, de forma contínua, de um interesse económico líquido substancial de, pelo menos, 5% e a **divulgação de informação** necessária para a avaliação das posições de titularização, por parte das instituições cedentes ou patrocinadoras, para além do requisito imposto às instituições investidoras, no sentido de

¹ «Titularização»: a operação ou mecanismo através do qual o risco de crédito associado a uma posição ou conjunto de posições é dividido em «tranches» e que apresenta as seguintes características: a) Os pagamentos relativos à operação ou mecanismo dependem dos resultados obtidos pela posição ou conjunto de posições; e b) A subordinação das «tranches» determina a distribuição das perdas durante o período de vigência da operação ou mecanismo.

² Referente ao ponto 2.º(a) do Aviso do Banco de Portugal n.º 7/2007.

³ Com excepção dos valores a receber adquiridos referidos no número 4.º (c) do Aviso do Banco de Portugal n.º 9/2010.

⁴ Referente ao ponto 4.º do Aviso do Banco de Portugal n.º 9/2010.

⁵ Referente à alínea b) do ponto 4.º (1) do Aviso do Banco de Portugal n.º 9/2010.

⁶ Alteração introduzida pela Directiva 2010/76/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro.

demonstrarem que detêm um efectivo conhecimento e efectuaram as **diligências devidas** acerca das posições de titularização em que investem. O não cumprimento das novas regras traduzir-se-á na aplicação de **medidas correctivas** que podem ir desde acréscimos ao ponderador de risco até ao desconhecimento de transferência significativa de risco de crédito.

As regras introduzidas pelo artigo podem ser decompostas em duas ópticas: (i) a dos investidores ou prestadores de protecção de crédito (ou, ainda, outras instituições que possam assumir, directa ou indirectamente, risco das perdas principais) – adiante designados “ investidores” e (ii) a dos cedentes/patrocinadores.

Na óptica do “investidor”, e de forma sucinta, o novo artigo estabelece que uma instituição só pode investir numa posição de titularização caso esteja assegurado que:

- Os cedentes/patrocinadores retiveram, pelo menos, 5% de um interesse económico líquido na operação de titularização (podendo ou não verificar-se transferência significativa de risco de crédito⁷);
- Detêm informação suficiente para avaliar e monitorizar regular e atempadamente os riscos inerentes à posição.

Na perspectiva da instituição que se apresente como cedente/patrocinador de uma operação de titularização, o cumprimento do requisito de retenção tenderá a influenciar os potenciais investidores nessa operação, conforme segue:

- Potenciais investidores caso a instituição cedente/ patrocinador cumpra o requisito de retenção: todos os *players* de mercado;
- Potenciais investidores caso a instituição cedente/ patrocinador não cumpra o requisito de retenção: todas as empresas que não sejam instituições e que não incorporem um grupo bancário sujeito a supervisão consolidada por uma autoridade competente.

No que concerne à informação a prestar pelos cedentes/patrocinadores, conclui-se pela existência de uma estreita relação entre os requisitos de divulgação, aplicáveis aos cedentes/patrocinadores, e os requisitos de diligências, aplicáveis aos “investidores”, pois o que é exigido aos primeiros deve servir como guia a estes últimos e vice-versa.

O quadro seguinte sistematiza o âmbito de aplicação do artigo por tipo de requisito prudencial, com as devidas remissões regulamentares:

Requisito de:	Aplicável a:	Directiva	Aviso n.º 9/2010
Retenção	'Investidores' (instituições com "exposição às operações de titularização" - inclui investidores directos ou indirectos ^a)	ponto 1	número 3.º
	Cedentes (Nota: o não cumprimento do requisito de retenção tem consequências em termos de potenciais investidores)	-	-
Divulgação	Cedentes	ponto 7	número 9.º
Diligências	Investidores	pontos 4 e 5	números 5.º e 6.º (1 a 4)
Medidas Correctivas	Todos os intervenientes (excepto cedentes quando não aplicam mesmos critérios/padrões de análise)	ponto 5 sub-parágrafo 3.	número 6.º (5)
	Cedentes que não aplicam os mesmos critérios [critérios e padrões de análise referidos no 1º parágrafo do ponto 6 do artigo (pontos 1 e 2 do número 8.º do Aviso n.º 9/2010)]	ponto 6 sub-parágrafo 2	número 8.º (3)

^a Nos investidores indirectos são incluídos: *i)* **instituições que prestam facilidades de liquidez não elegíveis** (definidas no parágrafo 2.4.1, parte 4, Anexo IX da Directiva ou ponto 9, Anexo III do Aviso n.º 7/2007), e *ii)* **contrapartes de cobertura através de derivados**. Todavia estes investidores só ficam sujeitos ao requisito que assegura a retenção se **assumirem (nestes casos, indirectamente) risco de perdas principais**, por exemplo, ficam excluídos os que prestam facilidades de liquidez elegíveis ou as instituições que prestam facilidades de liquidez não elegíveis mas que não assumem assumem risco de perdas principais.

⁷ De notar que o investimento em posições de titularização apenas obriga à avaliação do requisito de retenção pelo cedente/patrocinador, pelo não implica nem influi na existência ou não de transferência significativa de risco de crédito.

Nos pontos seguintes foram sintetizadas as principais orientações, apresentadas no documento do CEBS, relativas aos requisitos identificados no quadro anterior.

1) **Retenção de um Interesse Económico Líquido**

A retenção de interesse numa operação de titularização tem por finalidade, em grande medida, mitigar as assimetrias de informação entre os principais intervenientes e criar incentivos à monitorização regular dos mutuários e à adequação da qualidade de crédito.

Entidades Responsáveis pela Retenção

Por regra, o requisito de retenção não deve ser aplicado de forma sobreposta, pelo que para qualquer operação de titularização é suficiente que apenas um dos seguintes intervenientes (adiante designados por “cedente/patrocinador/mutuante”) fique sujeito a esse requisito:

- Entidade cedente (definida no artigo 4.º (41) da Directiva);
- Patrocinador (definido no artigo 4.º (42) da Directiva);
- Mutuante inicial (sendo tipicamente a entidade cedente, podem surgir situações em que a definição apresentada no artigo 4.º (41) não seja directamente aplicável a determinados mutuantes).

Nos casos em que não seja possível identificar o interveniente de uma operação de titularização cujas funções estejam confinadas às definições referidas ou sendo possível identificar um outro interveniente (que não os anteriormente identificados) que preencha o requisito de retenção, deve ser assegurado que (i) a retenção é realizada pelo interveniente mais apropriado para preencher este requisito, em particular aquele cujos interesses estejam mais alinhados com o dos investidores⁸ e que (ii) essa estrutura não se enquadre num mecanismo que pretende redistribuir a posição que deveria ser sujeita a retenção por outros investidores.

Quando se verifique a existência de múltiplos cedentes ou mutuantes, o requisito de retenção deve ser preenchido, de forma proporcional, por cada um desses intervenientes, tendo em conta as respectivas posições “cedidas” à operação de titularização, excepto quando um dos cedentes é também o patrocinador ou quando todos esses cedentes pertencem a um mesmo grupo, sendo que, para estes dois últimos casos, o requisito de retenção pode apenas ser preenchido por um cedente/mutuante.

De notar que, o requisito de retenção pode ser aplicável em base consolidada desde que cada instituição envolvida na operação de titularização esteja incluída no âmbito de supervisão consolidada e que os requisitos de divulgação e de aplicação das políticas de gestão, referidas mais adiante, sejam cumpridos.

Avaliação, Divulgação e Manutenção da Retenção Apropriada

Como nota prévia, refira-se que as operações de titularização não devem ser estruturadas de forma a evitar a aplicação do requisito de retenção, seja através de uma estrutura de *fees*, prémios ou outro mecanismo de obtenção de resultados.

O quadro seguinte resume as principais responsabilidades/compromissos que os cedentes/patrocinadores /mutuantes das operações de titularização assumem relativamente à avaliação, divulgação e manutenção da retenção de interesse:

Na Data da Emissão da Operação	Durante a Vigência da Operação
- Garantir a ausência de mecanismos que permitam, necessariamente e materialmente, a redução acelerada do requisito de retenção (durante a operação)	- Assegurar que a opção utilizada para a retenção não é alterada, excepto se adequadamente justificado e divulgado
- Calcular a percentagem de retenção	- Reavaliar a percentagem de retenção na presença de transacções/operações que afectem a

⁸ Considera-se não existir alinhamento de interesses quando a posição sujeita a retenção seja vendida a um investidor terceiro, que não tenha qualquer envolvimento na operação de titularização.

	eficácia do requisito de retenção ^(a)
- Divulgar, publicamente e adequadamente, o requisito de retenção (forma/opção seleccionada e cálculo)	- Divulgar o requisito de retenção na data de reporte da periódico da operação ou, no mínimo, anualmente
- Demonstrar a inexistência de mitigantes de risco, posições curtas ou outras coberturas de risco que visem eliminar a exposição do “cedente/patrocinador/mutuante” ao risco de crédito das posições em risco titularizadas abrangidas pelo requisito de retenção ^(b)	

^(a) A amortização da retenção via alocação de *cash flows* ou através da afectação de perdas não implicam, *per se*, uma reavaliação da retenção, pelo que o nível de retenção pode ser inferior a 5% desde que a parte retida não seja preferencialmente prioritizada (v.g. em termos de *cash flows*) ou reduzida desproporcionalmente face às restantes posições de titularização.

^(b) São permitidas coberturas de outros riscos (v.g. taxa de juro, taxa de câmbio) e utilização das posições “retidas” como colateral ou para operações repo.

No que concerne às responsabilidades dos “investidores” destaca-se a obrigação de garantir que o “cedente/patrocinador/ mutuante” divulgou explicitamente que irá cumprir a obrigação de retenção durante a operação. Todavia, uma eventual falta de compromisso deste último durante a operação não é imputada ao “investidor” – i.e. não implica a venda ou aplicação de um ponderador de risco suplementar – desde que a probabilidade de quebras na retenção tenha sido adequadamente considerada durante o processo de diligências.

Opções de Retenção

De seguida são apresentadas as 4 opções regulamentarmente previstas para a retenção, de forma contínua, de um interesse económico líquido relativamente a uma operação de titularização, sendo de destacar os seguintes aspectos:

- Apenas uma das 4 opções para a retenção deve ser adoptada, não sendo permitida combinações das opções, podendo, contudo, essa retenção ser efectuada de forma sintética ou através da utilização de derivados (v.g. o “cedente/patrocinador/mutuante” assume o risco de crédito através de um *total return swap*);
- O montante de retenção deve ser, no mínimo, 5% e calculado com base no valor nominal das posições de titularização na data da realização da operação (não em termos de valor de mercado). De notar que, as posições que não apresentem um *principal* (v.g. *excess spread*) não são aceites para efeitos de retenção;
- A referência regulamentar ao valor nominal das posições em risco titularizadas (v.g. alínea a) do ponto 1 do artigo⁹) deve ser entendida como o valor da posição bruto, ou seja, sem imparidades e ajustamentos de avaliação. Nos casos em que o valor nominal não esteja correctamente definido, deve ser observado o princípio da substância sobre a forma e ser utilizado o equivalente ao valor nominal ou ao montante nominal das posições titularizadas e ser retido, no mínimo, 5% do risco de crédito desse valor/montante;
- O interesse económico líquido deve ser determinado “pelo valor nocional dos elementos extrapatrimoniais”, ou seja, não obstante a retenção mínima de 5% ser aplicável apenas aos valores em balanço e não à totalidade dos montantes/limites, o referido interesse deve ser avaliado considerando, também, os montantes extrapatrimoniais (v.g. linhas não utilizadas). Neste contexto, o “montante” retido pode ser ajustado à medida que esses limites vão sendo utilizados, destacando-se que, conforme referido anteriormente, essa utilização *per se* não deve implicar a reavaliação do nível de retenção;
- Não obstante o artigo prever que o requisito de retenção não deve ser aplicado de forma sobreposta, a presença de re-titularizações resulta, invariavelmente, numa sobreposição dessa retenção, a qual terá de ocorrer ao nível da operação de titularização inicial bem como da

⁹ Referente ao ponto (i), alínea a), ponto 2 do n.º 3.º do Aviso do Banco de Portugal n.º 9/2010.

operação de re-titularização. Contudo, e na perspectiva de um “investidor” numa operação de re-titularização, este terá que assegurar que o requisito de retenção foi aplicado apenas a essa operação sujeita ao investimento, podendo eventualmente e, para efeitos da análise da qualidade do crédito, considerar a informação acerca da retenção ao nível da operação de titularização subjacente.

OPÇÃO 1: Quota Vertical (*Vertical Slice*)

“Retenção de, pelo menos, 5% do valor nominal de cada uma das tranches vendidas ou transferidas para os investidores”

Notes 5% ↓

Sénior
Mezzanine
...
Subordinated
...
Cash reserve

Esta opção pode ser, igualmente, alcançada se for retido em vez do valor nominal de cada uma das tranches, pelo menos 5% do **risco de crédito** de cada posição de titularização, ficando esta opção sujeita à condição de que o risco retido dessas posições de titularização apresente o mesmo nível de senioridade (*pari passu*) ou de subordinação que o risco de crédito das posições que foram titularizadas.

OPÇÃO 2: Retenção do Nominal (*Originator Interest*)

“No caso de titularizações de posições em risco renováveis, a retenção pela instituição cedente de, pelo menos, 5% do valor nominal das posições em risco titularizadas”

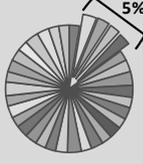


5%
Vn Posições em risco

De notar que o âmbito desta opção é limitado a operações de titularização de posições em risco renováveis, a titularizações renováveis de posições em risco não renováveis (em que a titularização em si é renovável embora as posições em risco não o sejam) e a titularizações renováveis com uma combinação de posições em risco renováveis e não renováveis.

OPÇÃO 3: Retenção do Balanço (*On-balance Sheet*)

“A retenção de posições em risco aleatoriamente seleccionadas, equivalentes a um montante não inferior a 5% do montante nominal das posições em risco titularizadas (acrescido das posições aleatoriamente seleccionadas), desde que o número de posições em risco a titularizar não seja inferior a 100 na data de titularização”



5%

Esta opção pode ser utilizada para operações de titularização tradicionais ou sintéticas, sendo que, relativamente a estas últimas, as posições que visem cumprir o requisito de retenção não podem ser titularizadas sinteticamente, ou seja, o “cedente/patrocinador/mutuante” não pode receber protecção do risco de crédito para essas posições (em consonância com o previsto no terceiro parágrafo do ponto 1 do artigo¹⁰).

O processo para selecção das posições em risco que visem cumprir o requisito de retenção deve ser aleatório, na medida em que não devem existir diferenças relevantes entre as posições da titularização que foram retidas e as restantes, e deve ter por base factores qualitativos e quantitativos na definição das características da *pool* das posições titularizadas (composta por posições retidas/a reter e posições titularizadas), os quais devem ser adequadamente divulgados aos “investidores”.

Tendo em conta o processo de selecção de posições a reter, esta opção deverá ser aplicada, nomeadamente, a uma carteira de posições estática, de forma a inibir a indicação, ao longo do tempo, de diferentes posições para efeitos do requisito de retenção.

¹⁰ Alínea b) do ponto 2 do n.º 3.º do Aviso do Banco de Portugal n.º 9/2010.

A quantificação de um número mínimo de posições em risco a titularizar visa garantir que a escolha desta opção ocorrerá apenas quando se trate de operações de titularização que apresentem uma significativa granularidade e reduzida concentração de posições em risco.

OPÇÃO 4: First Loss		Notes	
"A retenção da tranche com maior grau de subordinação e, se necessário, de outras tranches com um perfil de risco idêntico ou superior ao das tranches transferidas ou vendidas aos investidores e cujo vencimento não seja anterior a estas, de modo a que no total a retenção seja de, pelo menos, 5% do valor nominal das posições em risco titularizadas"		Sénior	
		Mezzanine	
		...	
		First loss	Subordinated
			Cash reserve

Esta opção admite outras formas comparáveis, mas não idênticas, à tranche *first loss*, desde que essas tenham capacidade para absorver as perdas principais das posições subjacentes e a sua execução/aplicação dependa de circunstâncias associadas ao risco de crédito das posições titularizadas. A título exemplificativo, destacam-se as seguintes formas: (i) sobre-colateralização, (ii) carta de crédito, garantia ou forma similar de apoio ao risco de crédito (ficando sujeitas ao cumprimento, de forma cumulativa, de um conjunto de condições), e (iii) reserva de caixa financiada.

2) Divulgação e Consonância de Critérios/Políticas de Gestão

Considerando que a turbulência dos mercados evidenciou que a divulgação de informação adequada para avaliar e monitorizar os mercados financeiros estruturados tinha sido insuficiente, o reforço no detalhe e na padronização da informação a disponibilizar relativa às carteiras subjacentes às operações de titularização apresenta-se como benéfico para o mercado. Desta forma, os "cedentes/patrocinadores/mutantes" devem publicar, periodicamente e de forma adequada e precisa, informação acerca de cada estrutura e respectivos activos subjacentes, cabendo a estes definir a informação a divulgar, tendo em conta, entre outros aspectos relevantes, os elementos obrigatórios referidos no artigo.

Em acréscimo, e conforme referido anteriormente, a informação a divulgar pelos cedentes/patrocinadores deverá ter por referência a profundidade, abrangência e a frequência da análise prudencialmente exigida aos "investidores" em operações de titularização.

Para além das exigências regulamentares impostas aos "cedentes/patrocinadores/mutantes" em termos de divulgação de informação, é ainda expectável que sejam divulgados os seguintes elementos:

- Opção de retenção, prevista regulamentarmente, escolhida pela instituição;
- Na informação subsequente à emissão, remetida aos "investidores", sobre a evolução e desempenho da operação, deve ser feita referência acerca da manutenção do cumprimento do requisito de retenção.

O requisito que estabelece que a aplicação dos critérios para concessão de crédito devem ser iguais para todas posições em risco, quer sejam ou não titularizadas, não obsta a existência de uma adequada flexibilidade, nem significa que os critérios devam ser idênticos em todos os aspectos. Com efeito, pelo facto de poderem ocorrer situações que não são passíveis de serem aplicados os mesmos critérios para concessão de crédito – *v.g.* patrocinador de uma titularização que não é activo na concessão de crédito do subjacente da operação de titularização – é necessário, nestes casos, assegurar que o "cedente/patrocinador/mutuante" final reúne toda a informação essencial que lhe permita avaliar a existência de critérios sólidos e adequadamente definidos na concessão de crédito e que estes são idênticos para posições a titularizar ou não.

3) Diligências

Os "investidores" devem tomar as decisões de investimento em operações de titularização apenas após efectuadas as **devidas diligências**, para as quais necessitam de uma **adequada informação** sobre as operações. Neste contexto, a avaliação do cumprimento dos requisitos regulamentares relativos às diligências a efectuar pelos "investidores" deve ser realizada: (i) antes da decisão de investimento, (ii) de forma contínua (no mínimo, anualmente) e (iii) quando apropriado, principalmente, caso ocorram alterações significativas no desempenho das posições ou outros eventos que possam impactar potencialmente na operação de titularização.

Por regra, o facto das operações de titularização estarem na carteira de negociação ou bancária não deverá influenciar a profundidade das diligências e da gestão das posições de titularização. Desta forma, e independentemente da carteira a que estão alocadas as operações, as instituições devem assegurar a existência contínua de adequadas **políticas e procedimentos** para analisar, controlar e registar as operações, os quais devem ter em conta o **perfil de risco** dos investimentos nestas operações. Com efeito, as instituições devem assegurar as devidas diligências, pelo menos, relativamente aos aspectos referidos nas alíneas a) a g) do ponto 4¹¹ do artigo.

Todavia, admite-se a possibilidade de **ocorrência de diferenças** nos elementos que são sujeitos a diligências, em função das especificidades de cada uma daquelas **carteiras** desde que essas divergências sejam devidamente justificadas e documentadas, devendo constar dessa justificação todos os elementos relevantes que fundamentem a existência dessas divergências – por exemplo, materialidade (dimensão da posição face à carteira onde se inclui ou para a instituição), concentração de risco (a uma operação de titularização, a um emitente ou a uma classe de activos).

Adicionalmente, considera-se que as instituições podem ainda avaliar, antes do investimento, se determinados requisitos têm cabimento tendo em conta a carteira em que se inserem e o respectivo perfil de risco, destacando-se, a este nível, posições de titularização pertencentes à carteira de negociação de correlação, para as quais os requisitos de diligências e gestão de risco podem ser substituídos pelos requisitos definidos no Anexo V da Directiva 2006/49/CE.

As instituições devem, ainda, ter em consideração no processo de diligências a **natureza das operações de titularização**, ou seja, não obstante determinados requisitos regulamentares serem mais relevantes e materiais para determinados subjacentes – a alínea f) do ponto 4 do artigo apresenta-se mais relevante para titularizações CMBS¹², para as quais a avaliação do subjacente imobiliário é uma componente essencial da análise de crédito – as instituições devem utilizar métricas adequadas e comparáveis quando se trate de outras classes de activos/subjacentes.

No que concerne à realização de **testes de esforço** a que os “investidores” estão sujeitos, conforme previsto no segundo parágrafo do ponto 4¹³ do artigo, estes devem incorporar os testes de esforço realizados regularmente pelas instituições, no âmbito do Pilar 2. Nos casos em que as instituições utilizem modelos financeiros desenvolvidos por uma Agência de Notação Externa (ECAI) ou por outra entidade terceira, cabe às instituições acompanhar activamente esse modelo, tendo a possibilidade de alterar *inputs* e efectuar variados cenários de *stress*, quando apropriado.

4) **Medidas Correctivas**

Em caso de falta de cumprimento dos requisitos previstos no artigo estão previstos dois tipos de medidas correctivas: (i) aplicação de uma ponderação de risco suplementar ou (ii) sanções específicas (designadamente, inibição da exclusão das posições em risco titularizadas do cálculo dos requisitos de fundos próprios). Relativamente a esta última medida, destaca-se que é aplicável apenas aos “cedentes/patrocinadores/mutantes”, quando não aplicam os mesmos critérios/políticas de gestão.

As instituições ficam sujeitas à aplicação de uma ponderação de risco suplementar caso não sejam cumpridos os requisitos de divulgação, pelos “cedentes/patrocinadores/mutantes”, ou de diligências, por parte dos “investidores”.

Embora não esteja explicitamente indicada a aplicação de um ponderador de risco suplementar em caso de falta de cumprimento do requisito de retenção, a remissão para a aplicação desse ponderador para esses casos decorre do disposto no último parágrafo do ponto 5, através da remissão que é efectuada pelos pontos 4 (em concreto a alínea a) desse ponto) e 7 (primeira parte deste ponto).

De notar que a aplicação de uma ponderação de risco suplementar pelo incumprimento do previsto no ponto 714 advém do incumprimento do “cedente/patrocinador/mutuante” em manter o requisito de retenção. Desta forma, considerando que a razão subjacente à aplicação do ponderador suplementar tenderá a não ter cabimento – “*caso os requisitos (...) não sejam cumpridos (...), devido a negligência ou omissão da instituição*”, ponto 5 do artigo –, a imposição de um ponderador adicional deve depender das circunstâncias e julgamento das autoridades de supervisão.

¹¹ Referente às alíneas a) a g) do ponto 1 do n.º 5.º do Aviso do Banco de Portugal n.º 9/2010.

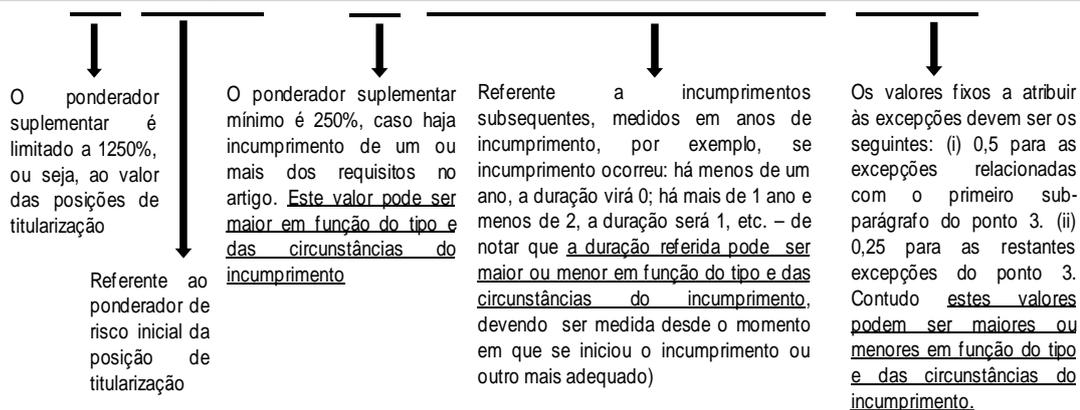
¹² *Commercial Mortgage-Backed Securities*.

¹³ Referente ao ponto 2 do n.º 5.º do Aviso do Banco de Portugal n.º 9/2010.

¹⁴ Conforme explicitamente referido no ponto 5 do artigo (referente ao ponto 5 do n.º 6.º do Aviso do Banco de Portugal n.º 9/2010).

De acordo com o artigo, o ponderador de risco a aplicar a uma posição de titularização, ou a todas as posições associadas a essa operação, será o seguinte:

$$\text{Min}(12.5, \text{RW}_{\text{original}} * \{ 1 + [2.5 + (2.5 * \text{Duração Incumprimento}_{\text{anos}})] * (1 - \text{Excep.}) \})$$



Por último, de referir que o ponderador de risco suplementar extinguir-se-á nos casos em que a instituição passe a cumprir com os requisitos definidos pelo artigo ou a posição atinja o vencimento ou seja alienada.