



UNIVERSIDADE D  
COIMBRA

Wang Xiaodan

ESTUDO SOBRE SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS NÃO  
PRODUTIVOS(NPA) DOS BANCOS COMERCIAIS  
Combinando a prática de alienação de NPLs na China

Dissertação no âmbito do 2.º Ciclo de Estudos em Direito, na Área de  
Especialização em Direito Ciências Jurídico–Empresariai/Menção em Direito  
Empresarial, orientada pela Professora Doutora Teresa Maria Coelho Marques  
de Almeida Moura Ramos e apresentada à Faculdade de Direito de Universidade  
de Coimbra.

Julho de 2022



FACULDADE DE DIREITO  
UNIVERSIDADE D  
**COIMBRA**

Wang Xiaodan

## ESTUDO SOBRE SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS NÃO PRODUTIVOS(NPA) DOS BANCOS COMERCIAIS

Combinando a Prática de Alienação de NPAs na China

Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da  
Universidade de Coimbra no âmbito do 2.º Ciclo de  
Estudos em Direito (conducente ao grau de Mestre), na  
Área de Especialização em Direito Ciências Jurídico-  
Empresariais/Menção em Direito Empresarial.

Orientador: Prof. Doutora Teresa Maria Coelho Marques  
de Almeida Moura Ramos

*Coimbra, 2022*

## RESUMO

Devido ao impacto da epidemia de pneumonia de Newcastle, a economia global continuou a abrandar e algumas empresas reais foram apanhadas no Inverno. Os NPAs são como uma espada pendurada sobre os bancos comerciais, pelo que é imperativo que sejam rápida e eficazmente abordados.

Entre os muitos métodos de eliminação de activos não rentáveis, a securitização de activos é sem dúvida uma melhor escolha. Utilizar e desempenhar bem as funções e papéis da securitização de activos não rentáveis pode expandir os canais de eliminação de activos não rentáveis, acelerar a eliminação de activos não rentáveis, aumentar o rendimento dos bancos, reduzir o risco dos bancos e perceber o importante significado dos activos não rentáveis fora do quadro; pode efectivamente melhorar a qualidade dos activos dos bancos e libertar espaço de desenvolvimento e espaço de manobra para melhor servir o desenvolvimento da economia real.

Historicamente, muitos países, tais como os Estados Unidos, Itália e Coreia, têm confiado nas forças de mercado para dispor de activos não rentáveis nos quais a securitização de activos tem desempenhado um papel importante. No entanto, os seus modelos e perspectivas de eliminação também variam, e têm alcançado resultados diferentes.

No futuro, a securitização dos NPAs tornar-se-á uma ferramenta importante para a alienação de activos não rentáveis na China. Do ponto de vista da prática concreta, a atitude relativamente à securitização dos NPAs dos bancos deve ser cautelosa e a supervisão deve ser reforçada. É necessária uma compreensão racional da função limitada da securitização na alienação de NPAs, incluindo: a securitização não elimina o risco de crédito dos NPAs, mas apenas aumenta a liquidez; como instrumento ex post facto, não pode inverter a supervisão prudencial dos bancos numa fase inicial; como instrumento financeiro complexo, é exigente e exige uma operação madura em grande

escala; a assimetria de informação continua a ser um constrangimento importante para a securitização de activos não rentáveis. Para tal, precisamos de desenvolver um sistema de apoio especial, obter apoio do ambiente de mercado através de orientações políticas, e também trazer em jogo o forte apoio do crédito nacional, etc.

**Palavras-Chave:** Securitização; Non-Performing Assets; Controlo do Risco; Avaliação de Crédito; Prática na China

## RESUME

Due to the impact of the Covid-19 epidemic, the global economic growth continues to slow down, some real enterprises are caught in the winter, the capital chain is tightening, and the risk of credit default is increasing, resulting in the balance of non-performing assets and non-performing asset ratio of commercial banks continue to rise. Non-performing assets are like a sharp sword hanging over commercial banks, so it is imperative to quickly and effectively manage the non-performing assets of commercial banks.

Among many non-performing disposal methods, asset securitization is undoubtedly a better choice. Using and playing the functions and roles of non-performing asset securitization well can expand the disposal channels of non-performing assets, accelerate the disposal of non-performing assets, increase bank income, reduce bank risks, and realize the important significance of non-performing assets truly out of the table; it can effectively improve the quality of bank assets and free up development space and room for maneuver to better serve the development of the real economy.

Historically, many countries, such as the U.S., Italy, and South Korea, have played an important role in relying on market forces to dispose of non-performing assets with asset securitization. However, their disposal models and perspectives also vary, and the results achieved vary. In the future, the securitization of non-performing assets will become an important tool for the disposal of non-performing assets in China. From the perspective of specific practice, the attitude towards the securitization of non-performing assets of banks should be cautious and strengthen the supervision. It should be rational to understand the limited function of securitization in the disposal of non-performing assets, including: securitization does not eliminate the credit risk of non-performing assets but only increases the liquidity; as an ex post facto tool, it cannot reverse to strengthen the prudential supervision of banks in the early stage; as a complex financial instrument, it is demanding and requires a mature operation of scale;

information asymmetry is still an important factor limiting the securitization of non-performing assets. To this end, we need to develop a special supporting system, to obtain market environment support through policy guidance, and also to play a strong support of national credit, etc.

**Key Words:** Securitization; Non-Performing Assets; Risk Control; Credit Assessment; Practice in China

# ÍNDICE

RESUMO .....	1
1. Introdução .....	8
2. Conceito de Securitização de NPAs .....	10
2.1 Definição de Securitização de NPAs .....	10
2.2 Fundamentação Institucional .....	10
2.2.1 Classificação dos Métodos de Eliminação de NPAs .....	10
2.3 Resumo das Teorias Relevantes .....	22
3. Elementos-chave da securitização dos NPAs .....	25
3.1 A Estrutura da Securitização dos NPAs .....	25
3.2 Participantes na Securitização de NPAs .....	26
3.3 Processo Operacional de Securitização de NPAs .....	28
3.4 Estrutura de Transacção de Securitização de NPAs .....	29
4. Importância da Securitização dos NPAs .....	29
4.1 Expansão dos Canais de Eliminação de NPAs .....	29
4.2 Acelerar a Alienação de NPAs .....	30

4.3 Aumentar os Rendimentos Bancários .....	31
4.4 Reduzir os Riscos Bancários .....	31
4.5 Conseguir uma Libertação Realista de NPAs .....	31
5. Comparação de Sistemas em Global .....	32
5.1 Práticas de Securitização dos Principais Países Europeus para NPAs .....	32
5.2 A Securitização dos NPAs nos EUA .....	34
5.3 Asia .....	36
5.4 Sumário e Informações sobre a Experiência de Securitização de Bens em Aflição no Estrangeiro .....	38
6. Questões Decorrentes de Securitização de NPAs na Prática na China .....	40
6.1 Análise de Risco .....	40
6.2 Avaliação de Securitização de NPAs .....	51
7. Análise da Eficácia da Securitização de Bens Não-Performes da China Piloto e Revisão da Prática .....	62
7.1 Quem é a melhor escolha: Transferência a Granel para Empresas de Gestão de Activos versus Securitização de NPAs .....	62
7.2 Os Ganhos e Perdas da Aplicação do Modelo de Securitização de Activos de Crédito à Securitização de NPAs .....	68

7.3 A Força Motriz para uma Securitização Bem-sucedida dos NPAs: Autonomia do Mercado vs. Apoio Governamental .....	72
8. Conclusão e Recomendações sobre a Alienação de NPAs na China .....	74
8.1 Compreensão Adequada da Eficácia da Securitização na Alienação de NPAs e da sua Natureza Limitada .....	74
8.2 A Operação Bem-sucedida de Securitização de NPAs Requer um Sistema de Apoio especial e de um Ambiente de Mercado .....	78
8.3 A Securitização Necessita de um Forte Apoio Do Crédito Estatal para Desempenhar um Papel Eficaz na Alienação de NPAs .....	81
BIBLIOGRAFIA .....	85
JURISPRUDÊNCIA .....	89

## **1. Introdução**

Um indicador importante do bom desempenho de um banco é a qualidade dos seus activos. A deficiente qualidade dos bens significa que há muitos empréstimos que não podem ser recuperados. Como instituição de captação e empréstimo de depósitos, a liquidez dos activos de um banco determina se este é capaz de crescer de forma saudável e estável.

Há muito tempo que as instituições bancárias e financeiras em todo o mundo procuram uma solução de baixo custo e de alta eficiência para os NPAs. Após anos de prática, os países têm geralmente descoberto que a securitização de activos, especialmente para NPAs, pode ser uma boa solução para o problema dos NPAs a um custo relativamente baixo.

Como país em desenvolvimento, o sector financeiro da China ainda se encontra numa fase inicial de desenvolvimento, e existe uma relativa falta de experiência tanto teórica como prática. O desenvolvimento deste novo negócio ainda requer muita investigação e prática por parte de estudiosos e financeiros.

No entanto, independentemente da forma como os activos bancários não rentáveis são alienados, o próprio negócio implica mais ou menos risco, e isto é algo que deve ser considerado no estudo e promoção do negócio.

Os bancos dependem principalmente da captação de depósitos do público para a emissão de empréstimos. As operações altamente alavancadas têm vulnerabilidades financeiras inerentes; juntamente com o facto de os bancos se terem tornado o centro de crédito da sociedade moderna, a salvaguarda da segurança e do bom funcionamento dos seus activos tornou-se fundamental para manter a estabilidade financeira e promover o crescimento económico.

A existência de empréstimos improdutivos significa que os bancos estão expostos ao risco de crédito de os mutuários não poderem reembolsar o capital e os juros dos seus empréstimos na totalidade. Embora esta seja uma parte normal das operações comerciais, se a escala e a proporção de empréstimos não rentáveis forem demasiado grandes e estiverem a aumentar durante um longo período de tempo, estão obrigados a corroer grandemente os lucros e o capital dos bancos, reduzir a sua resistência ao risco e, em casos graves, podem ter uma série de consequências perniciosas, tais como pôr em risco a segurança dos activos bancários e desencadear uma crise bancária ou mesmo uma crise financeira.

Em comparação com a inovação comercial, a securitização de NPAs é uma criação institucional para que os reguladores possam dispor de NPAs. A resposta a estas questões baseia-se numa avaliação prudente do desempenho do sistema piloto de securitização da NPA, quer o piloto deva ser suspenso, expandido tal como está, quer melhorado e normalizado. Da perspectiva dos bancos, a alienação de NPAs precisa de satisfazer os requisitos de pontualidade, acessibilidade e conformidade; da perspectiva dos investidores, a compra de produtos financeiros precisa de satisfazer os critérios de segurança, liquidez e rentabilidade. Um acordo institucional para a securitização de NPAs só pode ser bem sucedido se satisfizer e coordenar as necessidades acima referidas dos bancos e investidores, e tiver vantagens comparativas que o distinguem de outros métodos de alienação de NPAs.

A procura de disposições institucionais para a eliminação eficiente dos NPAs dos bancos comerciais é, portanto, uma das políticas públicas mais importantes. A securitização de NPAs refere-se à transferência de empréstimos não rentáveis para um SPV como activo subjacente através de uma estrutura de "segregação do risco", sendo os fluxos de caixa gerados pelo SPV utilizados para reembolsar o capital e os juros dos títulos garantidos por activos (asset-backed securities - ABS) emitidos pelo SPV. Esta ferramenta de financiamento baseada em activos tem sido utilizada nos EUA, Japão e Coreia do Sul para dispor de NPAs em massa, com resultados relativamente satisfatórios.

Este documento toma a securitização de NPAs dos bancos comerciais na China como objecto de investigação, resume os conceitos básicos e a classificação da securitização de NPAs, pormenoriza os participantes no mercado e o processo global de operação de securitização de NPAs, compara o quadro e a regulamentação relevante da securitização de NPAs em várias regiões, e mede os riscos da securitização de NPAs.

## **2. Conceito de Securitização de NPAs**

### **2.1 Definição de Securitização de NPAs**

A securitização de NPAs é um título de crédito garantido formado pelo reagrupamento de uma carteira de activos ilíquidos ou investimentos com montantes de recuperação futuros incertos, uma forma de financiamento em que os títulos negociáveis são emitidos com base nos fluxos de caixa futuros de um activo ou carteira específica, na sua essência, para alcançar a realização antecipada dos fluxos de caixa futuros do activo subjacente.

A securitização da NPA surgiu pela primeira vez nos Estados Unidos. Os seus produtos podem ser amplamente classificados em hipotecas residenciais (mbs) e outros produtos titularizados (abs), e podem ser ainda classificados de acordo com os diferentes activos subjacentes.

Os activos subjacentes a um conjunto de activos titularizados são principalmente empréstimos não rentáveis, ou seja, empréstimos em que o mutuário não consegue reembolsar o capital e os juros a tempo.

### **2.2 Fundamentação Institucional**

#### **2.2.1 Classificação dos Métodos de Eliminação de NPAs**

Da experiência internacional sobre a eliminação de NPAs dos bancos comerciais, existem várias formas de classificar.

De acordo com os diferentes temas de eliminação, pode ser dividido em modelo de eliminação independente dos bancos, modelo de gestão centralizada da confiança e modelo de eliminação directa dos créditos duvidosos. (Peng, 2001)

O modelo de alienação independente do banco inclui dois tipos, um é para que os bancos comerciais anulem os activos ou aumentem a reserva de crédito malparado para amortizar os NPAs, a perda final incorrida pelo próprio banco; o outro é para criar um departamento de alienação de crédito malparado dentro do banco fora do departamento de crédito normal, especificamente responsável por lidar com os NPAs internos do banco, ou seja, dentro do banco para distinguir entre "bons bancos e maus O outro tipo é o estabelecimento de um departamento de crédito mal parado dentro do banco, fora do departamento de crédito normal, para lidar com NPAs dentro do banco.

Um modelo de governação centralizada, em que é criado um organismo especial para manter o banco em confiança, a partir do qual todos os NPAs gerados pelo banco são eliminados centralmente, ou seja, é feita uma distinção entre "bons bancos e maus bancos" fora do banco.

Na prática, o modelo de gestão centralizada da gestão fiduciária é o modelo mais comum, tal como o modelo do Good/Bad Bank, o modelo do Restructuring Trust Company (RTC), e o modelo da Common Collective Purchase Agency (CCPC). "A principal diferença entre os três é a forma como o depositário é constituído.

Por exemplo, o "Good/Bad Bank Model" estabelece um depositário que é principalmente propriedade do Good Bank original, o "Modelo RTC" é principalmente propriedade do governo, e o "Modelo CCPC" é propriedade de todos os bancos. O modelo CCPC é propriedade conjunta de todos os bancos. O modelo de Bad Debt Direct Divestiture, no qual todos os créditos duvidosos de um banco são directamente

desinvestidos e transferidos para o Estado, é o mais típico da abordagem chilena à crise bancária de 1975-1985.

De acordo com os diferentes fluxos de fundos, pode ser dividido no modelo do método de fluxo e no modelo do método de stock.

O modelo do método de fluxo significa que o banco central fornece apoio de liquidez. Por exemplo, os bancos são autorizados a suportar perdas na alienação de NPA por outros mutuários ou mutuantes através de spreads de taxas de juro elevados. No entanto, esta abordagem só é viável em países com mercados financeiros reprimidos e onde existem controlos das taxas de juro.

O modelo de método de stock refere-se à alienação dos NPAs para melhorar a qualidade dos activos do banco e satisfazer os requisitos de adequação de capital do banco, incluindo o desinvestimento e a alienação de NPAs, a injeção de capital pelo governo ou capital social, etc. De um modo geral, o método de stock é mais amplamente utilizado na prática.

De acordo com os diferentes graus de comercialização na alienação de NPAs, pode ser dividido no modelo de alienação dependente do mercado e no modelo de alienação dependente do governo.

O modelo de alienação dependente do mercado refere-se à alienação principalmente de acordo com as regras do mercado, e a perda da alienação é suportada pelos próprios bancos, tais como o leilão e a securitização de activos.

O modelo de alienação dependente do governo refere-se ao domínio do governo na alienação de NPAs, sendo as perdas suportadas em grande medida pelo governo. Por exemplo, quando a China alienou os seus activos bancários de NPAs em 2000, o governo suportou as maiores perdas. Em geral, o modelo de alienação dependente do mercado é adequado para países com um elevado grau de comercialização e um elevado

grau de comercialização dos bancos; o modelo de alienação dependente do governo é adequado para países com um baixo grau de comercialização, um baixo grau de comercialização dos bancos e uma relação estreita com o governo, ou em tempos de circunstâncias especiais, tais como crises graves.

No entanto, quando se trata da alienação efectiva de NPAs, as alienações não são claramente delineadas como descrito acima e são frequentemente uma mistura de classificações diferentes.

### **2.2.2 As Características da Alienação de NPAs**

A produção de fluxos de caixa de NPAs é significativamente mais volátil do que a dos empréstimos normais. Não só existe incerteza sobre se, quando e quanto o mutuário reembolsará devido ao risco de crédito, como também existe incerteza sobre quando e quanto a garantia (se houver) será recuperada, sujeita a circunstâncias externas. Na perspectiva do banco, o risco de crédito de NPAs tem sido exposto e está a deteriorar-se, e a recuperação do fluxo de caixa não está tão dependente do reembolso regular do capital e dos juros por mutuários solventes como para empréstimos normais, criando uma expectativa estável do que tem sido descrito como um "efeito picolé"<sup>1</sup>.(Hong, 2019)

O "efeito picolé" ilustra a natureza de desgaste dos bens não rentáveis e a urgência da sua eliminação. Como os mutuários estão expostos ao risco de crédito, a probabilidade da sua capacidade de pagar a dívida está a piorar em vez de melhorar. No caso de uma linha de crédito, esta deterioração resultará em que o risco acabará por se tornar uma perda; no caso de uma linha de crédito garantida, embora exista uma

---

<sup>1</sup> O "efeito picolé", ou seja, como um picolé no Verão, quanto mais tempo é segurado na mão, mais rápido e mais derretido é. No processo de alienação de NPAs, embora o valor dos activos individuais possa recuperar após um longo período de detenção, na maioria dos casos, quanto maior for o atraso, menor será o valor da recuperação.

garantia adicional de reembolso do capital e dos juros, esta depende da solvabilidade do fiador ou da eficácia da disposição da garantia.

A prática demonstra que a prevalência de garantias excessivas e de garantias cruzadas prejudica largamente a solvência dos garantidos, enquanto que a elevada dificuldade, o longo prazo de execução e a elevada taxa de desconto da alienação de garantias, bem como a potencial depreciação do valor das garantias durante as fases de recessão económica, reduzem significativamente a taxa de recuperação dos NPAs.

Em comparação com a qualidade dos NPAs em 1999 e 2005, desta vez os activos foram formados durante o período de expansão económica após a crise financeira de 2008, com muitos empréstimos concentrados no sector de sobrecapacidade e escoados num ambiente externo de abrandamento do crescimento económico. Embora muitos dos empréstimos estejam garantidos, é provável que "os activos deixem de aumentar simplesmente de valor ao longo do tempo" e que seja significativamente mais difícil realizar o produto da alienação de activos.

A "teoria da talha de raiz"<sup>2</sup> demonstra o elevado nível de dificuldade e profissionalismo exigido. Em contraste com os empréstimos normais, que se baseiam num contrato de empréstimo normalizado com recuperação regular de capital e juros de mutuários solventes, os tipos de empréstimos não rentáveis e os prazos e áreas de problemas de crédito que ocorrem variam. As razões pelas quais os mutuários se metem em problemas variam muito, assim como as flutuações no valor da garantia (se houver) e a forma como esta é descartada. As empresas de eliminação são confrontadas primeiro com assimetrias de informação sobre NPAs, e depois com o enorme desafio de

---

<sup>2</sup> A "teoria da talha de raiz" significa que activo de NPAs é como uma árvore que foi quebrada por um vendaval. Quando a empresa de gestão de activos assume o controlo, apenas as raízes da árvore podem ser deixadas. Um agricultor pode queimar as raízes para lenha; um artesão pode fazer delas um cano; um artista pode fazer delas uma escultura de raiz e transformá-la numa valiosa obra de arte. A escolha exacta da eliminação depende da capacidade de cada um e da textura das raízes.

maximizar a recuperação de fundos através de alienações eficazes de NPAs numa variedade de circunstâncias.

Devido ao "efeito picolé", as agências precisam de ser rápidas e inteligentes, mas também experientes e despacháveis, dadas as restrições de custos. Não é uma invariável, é uma função do nível de esforço para cobrar os pagamentos em atraso".

### **2.2.3 Três Requisitos Principais para que os Bancos Comerciais Possam**

#### **Disponer de NPAs**

Como mencionado acima, os departamentos governamentais relevantes têm requisitos regulamentares rigorosos para que os bancos detenham NPAs, e existe uma necessidade geral e urgente de os bancos disporem a fim de reduzir a provisão para perdas e a utilização de capital de risco. Com o objectivo de sair da mesa é também um reflexo dos esforços do regulador para proteger o bom funcionamento dos bancos, para evitar riscos que persistem no sector bancário e para manter a segurança financeira.

Tipicamente, os bancos estão vinculados pela pontualidade, economia e conformidade.

A "pontualidade" deve-se ao "efeito picolé". Quando o atraso é demasiado grande, o valor do NPAs diminui demasiado e acaba por não ser alienado, e as reservas de perdas do banco só podem ser utilizadas para amortizar o activo.

"Economia" refere-se à necessidade de os bancos disporem de NPAs a um custo apropriado para obterem um retorno razoável, e não a qualquer custo ou desconto excessivo de activos para procurarem uma rápida libertação da tabela. Isto é tanto um requisito inerente para que os bancos funcionem como agentes de mercado autónomos e auto-financiadores em termos de eficiência, como um constrangimento externo para os reguladores impedirem os bancos de abusarem dos seus poderes de subscrição, impedirem a perda de activos estatais e protegerem os depositantes.

"Conformidade" significa que os bancos devem dispor de NPAs de forma adequada, e apenas aqueles que realmente dispõem de risco de crédito e cumprem os requisitos regulamentares podem conseguir o efeito de sair da mesa, em vez de adoptar vários meios para evitar indicadores de risco de crédito e realizar arbitragem regulamentar. Portanto, à medida que a escala de NPAs aumenta e os requisitos de eliminação se tornam mais rigorosos, os bancos demonstram intuitivamente a necessidade de dispor em grandes volumes, a baixo custo e com alta eficiência, e a procura de métodos de eliminação eficazes torna-se inevitável.

#### **2.2.4 Alto Grau de Adequação entre os Princípios de Securitização e a Alienação de NPAs**

##### **(i) Processo operacional para a securitização de NPAs**

Na China, a securitização de NPAs segue o modelo operacional de securitização de activos de crédito e geralmente envolve os seguintes processos.

O banco, na qualidade de originador (detentor original do capital), selecciona empréstimos não rentáveis elegíveis para formar o fundo comum de activos subjacente;

O banco contrata advogados e outros intermediários para efectuarem a devida diligência relativamente aos empréstimos não rentáveis e agências de avaliação para estimar os fluxos de caixa como base para a oferta de activos para venda.

O banco contrata uma sociedade fiduciária como fiduciário para criar um SPV com os activos subjacentes como propriedade fiduciária, para alcançar o "afastamento do risco" dos activos subjacentes utilizando o requisito legal de "independência da propriedade fiduciária", e para tratar da transferência dos activos subjacentes e da entrega de informação;

O fiduciário reestrutura os riscos e os retornos do fundo comum de activos subjacentes e contrata uma terceira parte para fornecer reforço do crédito e/ou apoio à liquidez, se necessário;

O fiduciário reestrutura os riscos e os retornos do fundo comum de activos subjacentes e contrata um terceiro para fornecer reforço de crédito e/ou apoio à liquidez, se necessário;

O fiduciário contrata um prestador de serviços de activos (geralmente o banco de origem) para gerir e recuperar os empréstimos improdutivos e um depositário para deter os fluxos de caixa dos activos subjacentes;

O fiduciário utiliza os activos subjacentes como suporte para emitir ABS no mercado interbancário de obrigações e contrata uma agência de rating para avaliar a dívida, utilizando os fundos obtidos para pagar a contrapartida da transferência de activos para o banco;

O fiduciário gere o conjunto dos activos improdutivos do empréstimo e exige que o banco substitua os activos improdutivos (se existirem), utilizando os fluxos de caixa recuperados para reembolsar o capital e os juros aos investidores, liquidando o projecto no vencimento ou quando elegível e alienando os restantes juros dos activos.

Ao contrário de uma transferência maciça de empréstimos não rentáveis de um banco directamente para uma empresa de gestão de activos, que envolve apenas duas partes e um contrato de cessão de dívida, numa securitização de NPAs o banco pode actuar como prestador de serviços de activos, melhorador de crédito/fornecedor de liquidez e investidor subordinado de ABS para além do ordenante. A transferência dos activos subjacentes e a emissão do ABS envolve múltiplas partes tais como a sociedade fiduciária, o depositário, o subscritor do ABS, o registador e a câmara de compensação do ABS, bem como a estruturação do ABS.

A fim de completar o processo acima referido, é necessário passar por muitas etapas e assuntos tais como a investigação de due diligence, avaliação de activos, negociação de preços, custódia de activos/fundos, notação de obrigações, liquidação de activos, reembolso de capital e juros e liquidação de projectos. Todos estes reflectem as características da securitização de activos com participantes diversificados, produtos estruturados e longas cadeias de crédito. Portanto, embora a securitização tenha a reputação de ser uma "técnica de fundo de poço" baseada no crédito de activos, é essencialmente um instrumento financeiro de alto nível. Só quando os activos subjacentes elegíveis atingirem uma escala significativa e tiverem boas condições de infra-estrutura interna e externa é que o patrocinador pode reduzir efectivamente os custos operacionais e colher os benefícios da .

#### **2.2.5 Mecânica e Vantagens da Securitização para a Alienação de NPAs**

A securitização é financiada com base no crédito patrimonial e requer que os activos subjacentes gerem "fluxos de caixa previsíveis e estáveis". Os NPAs com fluxos de caixa variáveis foram uma vez rejeitados. Contudo, com a crescente sofisticação das técnicas de securitização em todas as classes de activos desde a sua criação em 1970, em particular a maior capacidade de utilizar modelos de previsão de fluxo de caixa em resultado do desenvolvimento da tecnologia informática nos anos 90, a crescente disponibilidade de segmentação do risco dos activos e de iniciativas de reestruturação de rendimentos, e a introdução de investidores institucionais com um forte apetite pelo risco, os NPAs tornaram-se titularizáveis com um sucesso sem precedentes. Na sua aplicação, o mecanismo de securitização é altamente compatível com os requisitos de alienação de NPAs e tem demonstrado vantagens sobre os métodos tradicionais de alienação.

Em resumo:

Em primeiro lugar, a securitização utiliza "vendas verdadeiras" e "segregação por insolvência" para criar um conjunto independente de activos subjacentes, e utiliza os

fluxos de caixa gerados para reembolsar o capital e os juros do ABS. Esta estrutura de financiamento autoliquidante, baseada no crédito de activos, ajuda a aumentar a transparência da informação sobre NPAs e a aliviar a assimetria de informação na alienação de NPAs. A securitização centra-se nos activos subjacentes que geram fluxos de caixa em oposição ao financiamento tradicional baseado no crédito principal e é considerada como uma inovação financeira que "utiliza conhecimentos mais avançados sobre o desempenho financeiro esperado de um determinado activo e está estruturada para tornar o financiamento mais eficiente". Ao planear uma securitização, os activos subjacentes são seleccionados para inclusão no conjunto com base em determinados critérios, e os intermediários são contratados para realizar a devida diligência e avaliar os fluxos de caixa que podem ser gerados como base para a fixação do preço da securitização. Portanto, quando a securitização é aplicada à alienação de NPAs, a primeira prioridade é recolher, cotejar e avaliar a condição dos NPAs, as taxas de perda e recuperação, as garantias e a sua taxa de garantia, e os documentos e informações de propriedade relevantes de uma forma mais detalhada, aprofundada e sistemática.

Em segundo lugar, a securitização utiliza a lei dos grandes números (law of large numbers) e técnicas de divisão do fluxo de caixa para estruturar o conjunto de activos subjacentes, o que é conducente à reestruturação do risco e do retorno dos NPAs e à obtenção de melhores resultados de alienação.

Do lado do activo, é difícil obter a certeza do mercado devido à volatilidade da produção do fluxo de caixa dos activos individuais não rentáveis. Embora isto não seja significativamente diferente do capital e dos juros nocionais pendentes sobre NPAs, é um reflexo mais realista da recuperação esperada dos NPAs e compensa moderadamente a incerteza do fluxo de saída de caixa. Desta forma, um conjunto de NPAs de dimensão suficiente pode ser agrupado para formar um conjunto de activos sobre-garantidos como base para a emissão de ABS, o que é mais susceptível de ganhar aceitação no mercado e de conseguir a alienação de NPAs.

Do lado do investimento, a securitização é tecnicamente segmentada com base nos fluxos de caixa gerados a partir dos activos subjacentes para conceber o ABS sénior e subordinado, com o payoff subordinado e a partilha de capital residual do último para absorver moderadamente o risco de crédito dos activos subjacentes e proporcionar uma "almofada de segurança" para os payoffs sénior do primeiro, satisfazendo assim os diferentes apetites de risco do mercado. Isto irá satisfazer o diferente apetite de risco do mercado e trará investidores mais diversificados e mais fundos de alienação para a securitização de NPAs.

Em terceiro lugar, a securitização constrói uma estrutura de financiamento com uma divisão de trabalho especializada e uma longa cadeia de crédito interligada, o que favorece o estabelecimento de um mecanismo de incentivo e disciplina para a alienação de NPAs.

Em comparação com a prática tradicional dos bancos que concedem empréstimos, mantendo-os até ao vencimento e eventualmente alienando eles próprios os NPAs, a securitização liberta os bancos de múltiplas funções e delega a devida diligência dos NPAs, a avaliação dos fluxos de caixa esperados, a recolha de activos, a custódia de activos e a liquidação de projectos a intermediários financeiros/prestadores de serviços profissionais, e forma uma estrutura jurídica estável com a SPV como núcleo através da assinatura de contratos de serviços com eles. O SPV é a estrutura jurídica central. O SPV, que tem um dever fiduciário, supervisionará todas as partes para cumprir as suas obrigações de acordo com um acordo contratual claro, e assegurará conjuntamente o funcionamento do projecto de securitização.

Como resultado, os bancos são aliviados do fardo de assumir todo o papel de eliminação de NPAs, e podem concentrar-se na originação de empréstimos e na gestão de riscos para promover o desenvolvimento empresarial; ao mesmo tempo, forma-se a concorrência de mercado entre prestadores de serviços profissionais, e os bancos podem obter deles serviços financeiros de alta qualidade e baratos para aumentar a eficiência da eliminação de NPAs.

Em quarto lugar, a securitização introduz fundos do mercado de capitais sob a forma de valores mobiliários negociáveis normalizados, o que é conducente ao estabelecimento de um mecanismo justo e razoável baseado no mercado para a alienação de NPAs em massa.

A securitização utiliza os fluxos de caixa gerados a partir do fundo comum de activos como base para a emissão de ABS e a sua oferta na bolsa de valores, formando um mecanismo de divulgação de informações e de negociação de ABS baseado no desempenho do fundo comum de activos. Por um lado, assim, os fundos do mercado de capitais podem ser introduzidos directamente para a alienação de NPAs, libertando os bancos da inconveniência de procurarem compradores um a um e estabelecendo um mecanismo eficiente para a alienação em massa. Por outro lado, através dos preços de mercado, especialmente o "voto manual" (governança interna do projecto) e o "voto a pé" (mecanismo de transacção de mercado) dos investidores, o preço reflecte-se mais verdadeiramente, de modo a que os bancos possam obter um valor justo e razoável.

Para os bancos, a tecnologia de securitização é um instrumento financeiro com uma função extra-patrimonial. Se um NPL cumprir o requisito de "venda real", o banco pode movê-lo para fora do balanço para fins contabilísticos, reconhecendo um ganho na alienação do activo e libertando o capital de risco vinculado a empréstimos não rentáveis.

A securitização tem sido há muito considerada como uma forma eficaz de os bancos comerciais satisfazerem o requisito de adequação de capital (CAR) de Basileia para ajustamento simultâneo do numerador (capital de risco) e denominador (activos de risco), e tem sido favorecida pelos bancos desde a sua criação. Os bancos também podem colher os benefícios da securitização quando a utilizam para dispor de NPAs, bem como para prestar serviços de custódia, agente pagador e fiduciário a outras partes na securitização, criando assim uma nova fonte de receitas de taxas de serviço.

## **2.3 Resumo das Teorias Relevantes**

### **2.3.1 Teoria da Análise dos Fluxos de Caixa**

O princípio básico da securitização dos NPAs: é a reembalagem e consolidação dos activos subjacentes com fluxos de caixa futuros estáveis para formar um fundo comum de activos e vendê-los no mercado de capitais sob a forma de securitização. Os bancos comerciais, como originadores e proprietários originais dos produtos, seleccionam normalmente activos de boa qualidade não rentáveis para operações de securitização. Quer os activos sejam físicos ou de crédito, uma premissa comum deve estar presente, ou seja, a capacidade de gerar fluxos de caixa estáveis no futuro.

Se isto não puder ser cumprido, não há necessidade de securitização.

Embora, à primeira vista, o núcleo de uma securitização de NPAs sejam os activos subjacentes, na realidade a capacidade dos títulos para serem reembolsados a tempo depende de os fluxos de caixa do fundo comum de activos poderem cobrir integralmente o capital e os juros devidos. Por outras palavras, a securitização de NPAs não se trata de "titularizar" os activos em si, mas sim de "titularizar" os seus fluxos de caixa.

Se um activo ou carteira pode ser titularizado, é necessário avaliar o valor do activo e analisar os riscos e retornos do próprio activo, o que requer a introdução da análise do fluxo de caixa. Uma vez que o fluxo de caixa é a essência da securitização de NPAs, a análise do fluxo de caixa do fundo comum de activos permitirá a análise do valor do próprio activo.

O sucesso da emissão de NPAs depende da correcta avaliação dos activos do pool. Existem diferentes métodos de avaliação para diferentes formas de activos, que, quando resumidos, podem ser amplamente categorizados em três: o método de avaliação do fluxo de caixa descontado, o método de avaliação de opções e o método de avaliação

relativa. Além disso, a quantificação e compensação dos riscos e a tolerância ao risco são também questões que precisam de ser abordadas urgentemente na securitização dos NPAs.

### **2.3.2 Teoria da Reestruturação de Activos**

O núcleo e a essência do princípio é que diferentes tipos de activos têm riscos e retornos diferentes. Na securitização de NPAs, se separarmos a forma original da carteira destes activos e os reagruparmos, os riscos e retornos gerados na carteira original podem então ser repartidos e combinados. A teoria da reestruturação de activos fornece uma análise aprofundada dos fluxos de caixa na perspectiva do retorno dos activos. Os principais componentes são os seguintes.

#### **A. Princípios de optimização**

Para maximizar os retornos, os activos subjacentes são recombinaados e os activos subjacentes consolidados são titularizados para que os títulos sejam emitidos com o nível de valor óptimo esperado.

#### **B. O princípio do equilíbrio**

Equilíbrio aqui não significa equilíbrio absoluto, mas sim a necessidade de permanecer relativamente estável e inquebrável. Uma vez que a securitização de NPAs é um negócio complexo, os activos titularizados representam não só os interesses dos seus proprietários originais, mas também os interesses dos futuros detentores de títulos e de outros participantes. Os seus interesses devem, portanto, ser equilibrados e coordenados na reestruturação patrimonial. Só então a emissão de títulos poderá prosseguir sem problemas e o valor dos títulos permanecer estável.

#### **C. O princípio do menor custo**

No processo de reestruturação de activos, os custos operacionais associados devem ser efectivamente reduzidos. A rentabilidade de uma securitização só pode ser aumentada se a reestruturação for feita a um custo mais baixo. Se os custos de reestruturação forem demasiado elevados, o financiamento através de securitização perderá o seu objectivo original.

#### D. Princípio da atribuição óptima

O princípio da "diminuição do rendimento marginal" é que quando o investimento num activo atinge uma certa dimensão, um maior investimento resultará em rendimentos mais baixos. Portanto, quando os rendimentos marginais e os custos marginais são os mesmos, a eficiência do investimento dos activos é óptima. Neste estado, a carteira está na sua melhor forma. Ao maximizar os retornos através da alocação óptima de activos, a eficiência da utilização dos activos pode ser melhorada e a alocação óptima dos recursos sociais pode ser alcançada, promovendo assim um desenvolvimento económico saudável, estável e sustentável.

### **2.3.3 Teoria da Segregação de Riscos**

A fim de obter rendimentos que minimizem o risco, os riscos devem ser segregados do ordenador numa base prioritária e os activos reestruturados mais tarde. A fim de testar o valor da segregação do risco, é necessário analisar os fluxos de caixa dos activos segregados. A teoria da segregação do risco é, portanto, semelhante à segmentação e reestruturação dos activos. O objectivo original da securitização de NPAs é isolar eficazmente os riscos existentes ou potenciais no processo de securitização, melhorar a eficiência das operações de capital, trazer os benefícios esperados aos participantes e construir invisivelmente uma "firewall" para proteger os activos dos detentores de activos.

### **2.3.4 Teoria do Aumento do Crédito**

Para assegurar o sucesso da securitização de activos em dificuldades, é necessário o envolvimento de um grande número de investidores.

A emissão de títulos deve ser cortada com um elevado padrão de notação de crédito, sendo uma boa notação de crédito o primeiro elemento. Em muitos casos, o cedente de uma securitização em dificuldades seguirá o princípio do reforço do crédito para melhorar a credibilidade e a fiabilidade dos títulos.

Contudo, a incerteza dos factores do mercado financeiro pode levar a fluxos de caixa que podem não ser os esperados, resultando em títulos que não alcançam os rendimentos esperados e, mais provavelmente, uma perda de volume de caixa. Se o fiduciário não adoptar um mecanismo de reforço do crédito, então o risco de liquidez de uma securitização em dificuldades pode ter de ser inteiramente suportado pelo investidor.

É devido a este cenário que os investidores exigem uma compensação pelo risco, a fim de poderem proteger os seus interesses, e depois esta iniciativa implica custos acrescidos para o emissor. As medidas de reforço do crédito podem reduzir o risco de investimento para os investidores, aumentar a liquidez dos mercados de capitais e promover o desenvolvimento sustentável do negócio.

### **3. Elementos-chave da securitização dos NPAs**

#### **3.1 A Estrutura da Securitização dos NPAs**

A estrutura de um negócio de securitização de activos não rentável consiste principalmente no seguinte.

O originador fornece os activos subjacentes como o accionista original e vende os activos subjacentes a um veículo de propósito especial.

A empresa de fins especiais reestrutura os activos subjacentes e concebe a estrutura da transacção para formar o produto de securitização de activos não rentável.

O facilitador de crédito é responsável por melhorar a notação de crédito do produto de securitização de NPAs e traz uma agência terceira para avaliar independentemente o produto de securitização de NPAs.

O SPV trabalha com os subscritores para vender os produtos titularizados aos investidores e os gestores relevantes completam o reembolso do capital, juros e liquidação dos activos no vencimento.

### **3.2 Participantes na Securitização de NPAs**

A emissão bem-sucedida de um produto de securitização de NPAs é o resultado de uma estreita cooperação entre todos os participantes. A securitização requer técnicas de financiamento especializadas, uma cuidadosa divisão do trabalho e todos os participantes a trabalharem em conjunto e em estreita proximidade. Os diferentes participantes desempenham funções diferentes e formam um todo.

#### **A. O cedente**

O cedente actua como o accionista original e garante os títulos garantidos por activos no processo de securitização de NPAs, um papel normalmente desempenhado pelos bancos comerciais. O originador selecciona os empréstimos improdutivos e adiciona-os ao conjunto de activos subjacentes, que é depois vendido a um veículo de propósito especial. É também responsável pelo controlo dos NPAs do pool, pela recolha dos empréstimos não rentáveis e pela garantia da estabilidade e continuidade dos fluxos de caixa.

#### **B. SPV**

Os SPV (Special Purpose Vehicles) são utilizados exclusivamente para a emissão de produtos de securitização em dificuldades. o âmbito das funções dos SPV é estritamente limitado à compra de activos subjacentes, à reestruturação de activos e à concepção e emissão de produtos de securitização em dificuldades. A fim de assegurar a segregação do risco, o SPV deve ser completamente independente do originador para garantir os direitos legais dos investidores.

#### C. O subscritor

O subscritor, geralmente uma empresa de títulos ou banco de investimento, é responsável pela emissão do produto de títulos garantidos por activos. O subscritor tem experiência no financiamento e os seus serviços são utilizados durante todo o processo de emissão do produto de securitização em dificuldades para assegurar o seu lançamento com êxito. Além disso, o subscritor deve realizar estudos de mercado e prestar serviços contabilísticos e fiscais para fazer a ponte entre o produto titularizado e o mercado primário.

#### D. Os investidores

Os investidores são os compradores de um produto. São os fornecedores de fundos no mercado de capitais, e embora assumindo os riscos correspondentes, recebem também certos retornos, que é o objectivo dos investidores no fornecimento de fundos. De um modo geral, os investidores no mercado de securitização de activos em dificuldades são principalmente investidores institucionais.

#### E. Agências de reforço do crédito

Uma das características de uma securitização de activos em dificuldades é um mecanismo de reforço do crédito, que normalmente consiste numa companhia de seguros e numa agência de garantia financeira. O sucesso da questão é reforçado pela

procura de medidas adicionais de apoio ao crédito para melhorar a notação de crédito dos activos subjacentes no fundo comum de activos.

#### F. Agências de notação de crédito

As notações de crédito são fornecidas para avaliar o nível de risco dos títulos, geralmente por uma organização terceira independente, e baseiam-se na qualidade dos activos subjacentes e dos fluxos de caixa futuros, e fornecem uma opinião de rating para referência dos investidores. A notação de crédito será utilizada durante todo o processo de emissão do produto de securitização em dificuldades e será emitido um novo parecer de notação com base na qualidade dos activos, no nível dos fluxos de caixa e na composição do produto.

#### G. O Servicer

O servidor de uma securitização em dificuldades é normalmente o cedente. Para assegurar que o produto de títulos é pago na totalidade e a tempo, o prestador do serviço cobrará o capital e os juros do devedor numa base regular, juntamente com uma taxa de serviço.

#### H. O Fiduciário

O fiduciário é normalmente nomeado pelo veículo de propósito especial e a sua principal responsabilidade é supervisionar todos os participantes no mercado para assegurar que os títulos garantidos por activos sejam pagos na totalidade e a tempo para salvaguardar os legítimos interesses dos investidores.

### **3.3 Processo Operacional de Securitização de NPAs**

O originador, como titular original, seleccionará empréstimos não rentáveis que satisfaçam critérios específicos como activos subjacentes de acordo com as

necessidades de financiamento e vendê-los-á a um veículo de propósito especial para conseguir a segregação dos activos subjacentes em caso de insolvência. Ao mesmo tempo, os subscritores utilizam vários métodos de reforço do crédito para melhorar a notação de crédito do pool de activos e vender os activos subjacentes aos investidores no mercado de capitais sob a forma de títulos para obter fundos. O SPV utiliza os fundos recolhidos no mercado para pagar contrapartida ao ordenante, enquanto o administrador apropriado é seleccionado para supervisionar todo o processo de modo a garantir que os títulos são pagos na totalidade e a tempo. O modelo de securitização de NPAs pode variar ligeiramente de país para país e de região para região.

### **3.4 Estrutura de Transacção de Securitização de NPAs**

Os bancos comerciais e as sociedades fiduciárias são os principais participantes na estrutura de financiamento dos títulos garantidos por activos. Como originadores, os bancos comerciais seleccionam os activos subjacentes para formar um fundo comum de activos; os veículos de securitização especiais reagrupam os activos do fundo comum e concebem diferentes produtos de securitização, dependendo da classificação e do tipo; os subscritores vendem títulos garantidos por activos a investidores nos mercados de capitais para angariar fundos; os investidores beneficiam dos títulos garantidos por activos.

## **4. Importância da Securitização dos NPAs**

### **4.1 Expansão dos Canais de Eliminação de NPAs**

Actualmente, os bancos comerciais podem dispor de NPAs através de anulação, liquidação e reestruturação e transferência externa. Actualmente, a transferência em

grande escala de NPAs é o método de eliminação mais importante e comumente utilizado na prática.

Quatro empresas estatais de gestão de activos e uma empresa provincial de gestão de activos foram estabelecidas na China para receber NPAs. No entanto, devido ao abrandamento do crescimento económico do país nos últimos anos, os bancos comerciais assistiram a um surto de crédito malparado. As empresas de gestão de activos existentes já não conseguiam lidar com os 1,4 triliões de dólares e o volume crescente de empréstimos improdutivos. Neste ambiente de mercado de grave desigualdade entre compradores e vendedores, as empresas de gestão de activos tendem a subcotar os preços tanto quanto possível, fazendo com que os bancos comerciais se recusem a vender NPAs devido aos preços baixos, resultando numa enorme acumulação de NPAs e numa necessidade urgente de um novo canal para dispor de NPAs no mercado.

A securitização de NPAs é a solução certa para os bancos comerciais, que alargam o leque de compradores a outros investidores no mercado e abrem um novo caminho para a alienação de NPAs. Isto não só aumentará o preço de venda dos NPAs e evitará que os bancos comerciais incorram em enormes perdas devido aos baixos preços de aquisição, mas também aumentará o entusiasmo dos bancos comerciais em participar e melhorar a taxa global de recuperação da alienação do sector financeiro.

#### **4.2 Acelerar a Alienação de NPAs**

A securitização dos NPAs pode consolidar os empréstimos não rentáveis num conjunto de activos, ajudando assim os bancos comerciais a alienar os empréstimos não rentáveis em massa num curto espaço de tempo e a realizar rapidamente os fluxos de caixa futuros, revitalizar o stock de activos e melhorar a liquidez do capital. Ao mesmo tempo, através do mecanismo de segregação da insolvência, os riscos são transferidos, reduzindo assim o seu próprio nível de risco.

### **4.3 Aumentar os Rendimentos Bancários**

Ao converterem os NPAs dos seus balanços em negócios extrapatrimoniais, os bancos comerciais podem aumentar os seus rendimentos comerciais intermédios. Ao mesmo tempo, através da securitização dos NPAs, os bancos podem obter a realização antecipada dos activos e podem reinvestir os fundos obtidos para obter rendimentos mais elevados, reduzir os custos operacionais e melhorar o rendimento do capital.

### **4.4 Reduzir os Riscos Bancários**

A securitização dos NPAs pode realizar a verdadeira libertação dos empréstimos não rentáveis, melhorar a estrutura dos activos e permitir que os bancos transfiram antecipadamente os riscos. A securitização dos NPAs melhora o rácio de adequação de capital dos bancos e reduz o risco global e o risco operacional dos bancos.

Ao contrário dos bancos comerciais que eram originalmente responsáveis pela cobrança de empréstimos improdutivos, na estrutura de securitização da NPA, a recuperação dos empréstimos improdutivos é normalmente realizada por profissionais de crédito. Este modelo não só reduz o risco moral dos bancos comerciais, mas também aumenta as receitas do banco ao conseguir uma elevada probabilidade de recuperação excessiva de empréstimos não rentáveis. O sistema de divulgação pública de informação, por sua vez, ajuda os bancos a exercer uma supervisão eficaz até certo ponto, reduzindo a incidência de empréstimos improdutivos, melhorando a qualidade global dos activos e reduzindo ainda mais o risco de empréstimos bancários.

### **4.5 Conseguir uma Libertação Realista de NPAs**

A capacidade de realizar o verdadeiro desequilíbrio dos NPAs é importante para melhorar as demonstrações financeiras e os indicadores regulamentares dos bancos comerciais. Através da securitização, os bancos podem vender os seus empréstimos

improdutivos como um pacote, alcançando assim o objectivo de realizar a verdadeira libertação dos activos improdutivos.

## **5. Comparação de Sistemas em Global**

### **5.1 Práticas de Securitização dos Principais Países Europeus para NPAs**

#### **5.1.1 Itália**

A Itália, a terceira maior economia da União Europeia, acelerou a acumulação de NPAs (NPAs) em 2012 como resultado da crise da dívida europeia, enviando os bancos italianos para um surto de NPAs. A partir de Abril de 2016, o rácio do NPA italiano atingiu 34%, com os NPAs a atingir 330 mil milhões de euros, limitando severamente a rentabilidade dos bancos e o desenvolvimento da economia. O rácio de NPA da Itália manteve-se acima dos 6% mesmo durante o período de expansão, que é mais elevado do que o resto da Europa. De facto, o problema dos elevados níveis de NPAs em Itália já era evidente no início dos anos 90. Devido a uma supervisão financeira deficiente, o sector bancário italiano tinha um rácio de empréstimos não rentáveis de 11,2% em 1996. Com base na experiência dos Estados Unidos, a Itália lançou a primeira securitização de NPAs em 1997, com um valor de emissão de 9,84 mil milhões de euros. Em Abril de 1999, o governo italiano promulgou a Securities Act, que amortiza o desconto sobre a securitização de NPAs durante cinco anos, acelerando assim o desenvolvimento da securitização de NPAs em Itália. Em 2002, a quota de mercado dos títulos garantidos por hipotecas comerciais, ou CMBS, emitidos em Itália, atingiu mais de 8 mil milhões de euros, o que a torna uma das práticas bem-sucedidas na securitização de NPAs em todo o mundo. Pode dizer-se que a Itália tem muita experiência bem-sucedida na securitização de NPAs para se aproveitar.(Gao&Zhang, 2018)

#### **5.1.2 Polónia**

O sector bancário polaco nos anos 90 gerou uma grande quantidade de NPAs devido ao seu modelo de negócio centralizado de longa data. No período posterior, a transformação do sistema económico levou a um problema crescente de dívida empresarial, com a maior parte dos empréstimos a serem convertidos em activos bancários não rentáveis. A fim de dar um novo impulso à reforma dos bancos e empresas polacas, chegou-se a um consenso sobre o tratamento dos activos bancários não rentáveis e foi tomada a decisão de implementar um "plano de reestruturação" para os bancos polacos. "As medidas específicas do Plano de Reestruturação incluem, em primeiro lugar, uma injeção financeira do governo em bancos com mais de 50% de propriedade como base para uma subsequente reestruturação da dívida; depois, a implementação do Plano de Reestruturação através de vários meios, incluindo acordos de mediação, processos judiciais e trocas de dívida por capital, para dispor dos NPAs dos bancos; e a formação de um plano de reestruturação industrial. "O plano de reestruturação foi então implementado através de vários meios, incluindo acordos de conciliação, processos judiciais e trocas de dívida por capital; e foi criado o Conselho de Desenvolvimento Industrial para lidar com os empréstimos improdutivos. "O Plano de Reestruturação simplificou o conflito entre devedores e credores, e o governo polaco desempenhou um papel activo e de liderança no mesmo. No entanto, a falta de supervisão do risco nas fases finais de desenvolvimento agravou ainda mais o sector bancário, pelo que o governo polaco propôs uma série de opções de securitização para NPAs, a fim de lidar adequadamente com o problema.

O sector bancário polaco utiliza a reestruturação de empresas fiduciárias para titularizar NPAs, tais como empréstimos comerciais, empréstimos à habitação não normalizados e outras hipotecas. Na prática, a sociedade fiduciária de reestruturação selecciona geralmente as empresas mais fortes do país para formar o SPV, por exemplo, o SPV para a primeira securitização de NPAs no sector bancário polaco foi formado pela sociedade fiduciária polaca Bankers Trust Company, a sociedade fiduciária de reestruturação, BEI e outras. Na fase de reforço do crédito, o governo polaco utiliza principalmente métodos internos de reforço do crédito, tais como a criação de um fundo especial sob a forma de uma contribuição financeira e a emissão de obrigações para

proporcionar margem para a alienação de NPAs. Além disso, o governo polaco estabelece agências especiais de liquidação para lidar com as dívidas das empresas. Na fase de emissão e distribuição, o sector bancário polaco emite títulos de NPAs principalmente sob a forma de ofertas públicas, geralmente para os EUA, Europa e outros locais.

## **5.2 A Securitização dos NPAs nos EUA**

Os Estados Unidos foram o primeiro país a iniciar o negócio de titularização de activos e é agora o país mais maduro em termos de desenvolvimento. Começando com a criação da primeira transacção de títulos garantidos por créditos hipotecários pela US Government National Mortgage-backed Securities Association (Gilliam), a titularização de activos continuou a evoluir nos EUA, com muitos modelos a evoluir, tais como os títulos garantidos por empréstimos automáticos.(Joseph, 2011)

Na década de 1980, os Estados Unidos sofreram uma grave crise da Saving & Loan Association, e o Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act em 1989 para criar A Restructuring Trust Corporation (RTC), uma instituição financeira temporária afiliada ao FDIC, foi criada para reestruturar e liquidar associações de poupança e empréstimo problemáticas e os seus activos. O RTC encarregou-se de ser pioneiro na utilização de técnicas de securitização em 1991 para dispor de activos da associação de poupança e empréstimo que não eram adequados à venda a outras instituições financeiras, tinham informações em falta ou tinham problemas de pagamento em atraso,"não só porque a securitização tornou possível a alienação de uma quantidade considerável de activos a um preço apropriado sob apertadas restrições de tempo, mas também devido à abordagem inovadora de forjar novos mercados para alcançar os objectivos de alienação de activos dos fundos"(Hou&Shi, 2017).

Desde o seu início até ao seu encerramento no final de 1995, o RTC alienou aproximadamente 750 associações de poupança e empréstimo e 460 mil milhões de dólares de activos através de vendas em pacotes, incluindo 72 transacções utilizando

técnicas de securitização, resultando na alienação de 42 mil milhões de dólares de activos (aproximadamente 10% do total dos activos em liquidação).

Especificamente:

(1) Os RTC são emitidos em ofertas públicas, utilizando divulgações obrigatórias exigidas pela SEC(United States Securities and Exchange Commission) para aumentar a transparência da informação sobre o fundo comum de activos subjacentes, aumentando a confiança dos investidores e o crédito à liquidez do produto e reduzindo o custo de emissão.

(2) Os activos subjacentes são transferidos para um trust especialmente estabelecido para os deter, a fim de isolar o risco dos activos e proteger a securitização da autoliquidação.

(3) Criação de fundos de reserva(reserve funds) para proporcionar um aumento do crédito para a securitização através do fluxo de caixa gerado pelo excesso de garantia, o que reforça a protecção dos direitos e interesses dos investidores, permitindo assim que a securitização obtenha uma notação de crédito elevada;

(4) Estabelecimento de um “special servicer” para rever os activos quando estes se tornam não rentáveis e para tomar todas as medidas necessárias para minimizar as perdas.

(5) Exigir aos bancos mutuantes que detenham metade dos produtos de securitização de acções junto dos investidores, enquanto o RTC retém o remanescente para proporcionar um aumento de crédito para a securitização;

(6) Trabalhar em estreita colaboração com intermediários do mercado de capitais, incluindo bancos de investimento, subscritores, agências de rating, etc., para aproveitar a sua experiência e reputação de sucesso em programas de securitização.

## **5.3 Asia**

### **5.3.1 Coreia**

A utilização da securitização de activos nos países asiáticos foi motivada pelo desejo de utilizar a tecnologia para dispor eficientemente da grande quantidade de activos bancários não rentáveis que surgiu em vários países na sequência da crise financeira asiática em 1997. (AMCO), uma entidade separada especializada na aquisição e alienação de NPAs de bancos e outras instituições financeiras, do Korea Industrial Bank (KDB), o banco de políticas nacionais. Para além da abordagem de venda, a KAMCO recorreu também a técnicas de securitização para dispor de NPAs. No final de 2003, a KAMCO tinha emitido um total de 30,2 triliões de KRW em ABS sobre NPAs, e como resultado, "a KAMCO é considerada um gestor de activos de referência na Ásia e tem conseguido alienar os NPAs".

Vale a pena notar que a securitização não era um instrumento financeiro na Coreia antes da crise financeira e o sistema legal e outras condições não existiam. O governo aprovou a Lei de securitização em 1998 para remover as barreiras legais e fornecer concessões e facilidades à KAMCO para utilizar técnicas de securitização para dispor de NPAs. Para além da securitização no mercado doméstico, a KAMCO também emitiu produtos de securitização no estrangeiro para trazer capital internacional para ajudar a alienar os activos domésticos não rentáveis de uma forma mais eficiente. Sob este modelo internacional, a KAMCO estabelece SPV nacionais e estrangeiros (por exemplo, Ilhas Caimão) respectivamente, e os SPV nacionais compram os NPAs à KAMCO e emitem ABS sénior e ABS subordinado. ABS sénior, após receberem absorção preferencial de perdas de crédito do ABS subordinado, opções de venda de empréstimos não rentáveis (put options) do Banco Industrial da Coreia com antecedentes de crédito governamental O ABS sénior é vendido a SPV estrangeiros com o apoio da absorção de perdas de crédito do ABS subordinado, opções de venda e facilidades de liquidez do Banco Industrial Coreano com o apoio do governo, e é então reoferecido como base de refinanciamento a investidores internacionais para completar a alienação de NPAs.

### 5.3.2 Japão

A crise económica dos anos 90 mergulhou a economia japonesa numa "década de recessão" e o sector bancário japonês experimentou uma forte expansão dos empréstimos não rentáveis, acumulando uma grande quantidade de NPAs.

Contudo, no início da Década de Recessão, o Japão não utilizou a securitização para dispor de NPAs, mas adoptou principalmente políticas económicas estimulantes, tais como políticas fiscais e monetárias expansionistas e desregulamentação bancária. O principal factor que levou à securitização dos NPAs no Japão foi a eclosão da crise financeira asiática em 1997. O rescaldo da crise económica anterior ainda não tinha desaparecido, e a crise financeira sobrepôs-se e dominou o sector financeiro japonês.

De acordo com a Agência de Serviços Financeiros do Japão, os empréstimos não rentáveis acumulados como resultado das operações de risco das cooperativas de crédito urbano e dos bancos locais aumentaram de 23,6 biliões de ienes em Setembro de 1993 para 87,5 biliões de ienes no final de 1998, e para quase 150 biliões de ienes em Abril de 2001.

Como resultado, o Japão começou a acelerar o ritmo de resolução do problema da NPL, seguindo o exemplo dos EUA ao adoptar a securitização para se desfazer de empréstimos improdutivos. A primeira é a criação do Banco de Reestruturação e Custódia (RCC), também conhecido como "Banco de Recuperação", para centralizar a alienação de NPAs. A fim de reforçar a eliminação de NPAs e aumentar a eficiência da eliminação, e para conseguir uma eliminação centralizada e um tratamento a granel, o Japão reforçou particularmente a função do CCR, utilizando-o como veículo para centralizar a compra de NPAs. O RCC foi criado para comprar NPAs a instituições financeiras japonesas em larga escala, e de 1999 a meados de 2002, o RCC adquiriu 55 triliões de ienes de empréstimos não rentáveis por 1,3 triliões de ienes. 2000-2006 foi o período de pico para o desenvolvimento da securitização de activos no Japão.

Essencialmente, isto foi impulsionado pelo desenvolvimento da securitização de NPAs. (Wang, 2020)

Segundo, a construção de um sistema legal para promover o desenvolvimento da securitização de NPAs. A construção do sistema jurídico é também um factor-chave para o desenvolvimento da securitização de NPAs no Japão.

Em 1998, o Japão promulgou o Special Purpose Company Law, que estabeleceu o ponto de partida fundamental para o desenvolvimento da securitização de NPAs no Japão. Foi criado um bom ambiente para o desenvolvimento inovador das associações sem fins lucrativos. Em terceiro lugar, foi adoptado o modelo de veículo com duas cabeças para fins especiais (SPV) e de confiança para fins especiais. O modelo SPV é um modelo único para a securitização de NPAs no Japão, e o SPV desempenha um papel neste modelo, mas apenas um papel de apoio.

Claro que, segundo o modelo fiduciário, o produto final adquirido pelos investidores também é representado sob a forma de direitos de rendimento fiduciários. Esta abordagem de confiança com objectivos especiais desempenhou um papel importante na promoção da securitização de activos em dificuldades no Japão, protegendo os direitos e interesses dos consumidores ao mesmo tempo que se alcança o isolamento do risco de insolvência.

#### **5.4 Sumário e Informações sobre a Experiência de Securitização de Bens em Aflição no Estrangeiro**

A experiência dos Estados Unidos e da Coreia, o país sucessor, demonstra a viabilidade e eficiência da tecnologia de securitização na alienação de NPAs, reflectindo plenamente o elevado grau de compatibilidade entre os princípios de securitização e as necessidades de alienação de NPAs.

Por um lado, quando os bancos estão em crise, é mais prático e eficiente ter uma instituição financeira dedicada à aquisição e alienação de NPAs, especialmente quando, como na Coreia, as técnicas de securitização foram experimentadas pela primeira vez e os bancos foram deixados à sua sorte devido à crise. Evidentemente, à medida que as técnicas de securitização amadurecem, os bancos podem também titularizar empréstimos não rentáveis resultantes das suas operações diárias, como tem sido o caso nos EUA e na Coreia após a crise financeira, onde os bancos titularizaram os seus próprios NPAs em vez de os transferirem para a KAMCO para alienação.

Em segundo lugar, o êxito da operação de securitização não pode ser alcançado sem a cooperação do sistema jurídico e do mecanismo de mercado maduro. A tecnologia de securitização é uma combinação complexa de relações jurídicas com o SPV como núcleo e os direitos e responsabilidades das partes claramente definidos, muitos dos quais são diferentes do antigo sistema jurídico e exigem legislação especial ou um ambiente jurídico de mercado maduro para funcionarem com sucesso; e a divisão profissional do trabalho na securitização também exige um mercado de capitais relativamente desenvolvido, intermediários de serviços financeiros com as competências profissionais adequadas e um certo número de investidores maduros. A divisão profissional do trabalho na securitização também exige que o mercado de capitais esteja relativamente bem desenvolvido e que os intermediários de serviços financeiros possuam as competências profissionais necessárias e um certo número de investidores sofisticados para prestar o apoio necessário às operações de securitização, bem como para subscrever produtos titularizados e transacções completas.

Em terceiro lugar, a operação bem sucedida de securitização de NPAs não pode ser alcançada sem o forte apoio das políticas nacionais ou do crédito relevante. Normalmente, é o banco mutuante que, em última análise, suporta o risco comercial de insucesso do crédito. Esta autonomia do mercado "portador de risco" pode impedir os bancos de operarem com prudência e de tomarem a iniciativa de cobrar empréstimos improdutivos, refrear o risco moral dos mutuários, e criar uma boa ordem económica de acordo com as leis naturais das actividades comerciais. No entanto, as causas do não

cumprimento dos empréstimos são complexas e podem ser o resultado de decisões políticas ou ciclos económicos, para além das leis económicas. Considerando que os bancos não são apenas mutuantes monolíticos em actividades comerciais no passado recente, mas também funcionam como centros de informação social e económica e de crédito, a segurança sistémica do sector bancário está intimamente relacionada com o desenvolvimento saudável da economia. Por esta razão, quando o aparecimento de NPAs é industrializado e excede a proporção que os bancos podem suportar no seu funcionamento normal, especialmente quando a economia é atingida pela crise financeira ou num ciclo descendente, a escala e a taxa de crescimento dos NPAs apresentam uma "dupla subida" significativa, o governo necessita frequentemente de intervir por meio de anulação de créditos, benefícios fiscais, injeção de capital, nacionalização, etc., directa ou indirectamente. Esta é uma abordagem com duas vertentes para resolver os NPAs com instrumentos de mercado dos bancos. Esta abordagem de intervenção estatal/substituição de crédito destina-se a proporcionar a paragem necessária e cortar o caminho do contágio do risco de crédito para ajudar a economia a emergir da recessão e restaurar a função de financiamento dos bancos assim que a economia mostrar sinais de melhoria, e irá gradualmente retirar-se e dar lugar ao domínio do mercado. O exercício de securitização do NPA dos EUA, embora mais dependente das forças de mercado, também assistiu ao aumento do crédito do RTC, enquanto o exercício de securitização do NPA coreano se baseou fortemente no aumento do crédito do KDB e em algumas isenções fiscais previstas pela legislação.

## **6. Questões Decorrentes de Securitização de NPAs na Prática na**

### **China**

#### **6.1 Análise de Risco**

Através de uma análise da literatura, é possível constatar que as opiniões académicas sobre a assunção de riscos bancários se reflectem principalmente em duas áreas.

Em primeiro lugar, a inovação da securitização dos empréstimos improdutivos reduzirá a assunção de riscos pelos bancos. Antes da crise financeira de 2008, mais economistas acreditavam que os produtos de securitização podiam reduzir a assunção de riscos pelos bancos. Jiangli et al. (2007) mostraram que a securitização podia ajudar a melhorar a rentabilidade dos bancos, aumentar a alavancagem dos bancos e reduzir a assunção de riscos pelos bancos, através da construção de um modelo bancário que incluísse a dívida, as acções, a venda de empréstimos e a securitização de activos. Uma análise empírica posterior revelou que os bancos têm um nível mais baixo de assunção de riscos, uma vez que transferem activos através da securitização de activos não rentáveis com um maior risco de incumprimento do que os retidos (Ronel, 2016).

Em termos de estabilidade financeira, a maior parte dos Os matemáticos vêem a securitização de activos como uma forma eficaz de manter a estabilidade financeira. Através da transferência do risco de crédito, a sua inovação pode reduzir a concentração de risco dos bancos, conseguir a diversificação do risco e melhorar a gestão do risco de crédito dos bancos e a sua capacidade de lidar com as dificuldades de liquidez. através da transferência do risco de crédito. (Cebenoyan & Strahan, 2004).

Zhang, Yong et al. (2016) descobrem que sob a hipótese de que os fluxos de caixa obedecem à aritmética Brownian motion asset a securitização tem o efeito de aumentar o valor do activo. Yu, Baoliang et al. (2017) argumentam que a securitização de activos de crédito é neutra do ponto de vista tecnológico e em si mesma Se os fluxos de caixa futuros de empréstimos improdutivos puderem ser prudentemente avaliados e projectados de forma científica e eficaz, a securitização dos empréstimos improdutivos pode aumentar ou diminuir o valor dos activos. Os riscos dos produtos de securitização NPL podem ser geridos eficazmente se os futuros fluxos de caixa das NPL forem prudentemente avaliados e previstos de uma forma científica e eficaz.

Segundo Gao Bei e Zhang Ming (2018), a securitização de activos não rentáveis pode melhorar os rácios de adequação de capital e de cobertura de provisões dos bancos, otimizar os dados financeiros e reduzir os custos operacionais relativamente a outros

métodos de alienação de activos não rentáveis. Zhang Xiaoxi e Dang Chunhui (2018) propõem uma solução de alienação de activos para hipotecas residenciais cujos devedores não cumpram, considerando o risco de recuperação da sua realização na perspectiva da alienação colateral. Nesta perspectiva, tanto a transferência de risco, como a redução da concentração de risco e a melhoria da gestão do risco reflectem uma redução na assunção de riscos pelos bancos.

Em segundo lugar, as inovações na securitização de empréstimos improdutivos irão aumentar a assunção de riscos por parte dos bancos. A eclosão da crise do sub-prime nos EUA levou mais estudiosos a A inovação do produto de securitização não é conducente à redução do risco bancário.

Mian e Sufi (2008), Wang e Xia (2013), e Shin (2009) argumenta que as operações de securitização de activos implementadas pelos bancos levaram a uma redução contínua dos padrões hipotecários e de crédito, a um rácio de alavancagem crescente e expansão do balanço, e aumento da assunção de riscos pelos bancos.

Através de artigos de investigação da banca, concluiu-se que, embora o objectivo original da inovação da securitização NPA fosse retirar do balanço os activos não rentáveis, melhorar a liquidez dos bancos e diversificar e reduzir o risco, uma vez que Basileia II permite aos bancos calcular o seu capital regulamentar através de uma abordagem ponderada pelo risco fixo ou de uma abordagem baseada na notação interna, os bancos podem utilizar a inovação do produto financeiro para tirar partido da arbitragem regulamentar para evitar a detenção de capital regulamentar oneroso, reduzindo assim os requisitos dos bancos para a qualidade dos empréstimos e aumentando a sua própria assunção de riscos, o que constitui uma ameaça à estabilidade financeira.

Rajan (2006) argumenta que as inovações na securitização de NPAs podem dar origem a uma selecção adversa e a riscos morais, enfraquecendo a supervisão contínua dos bancos sobre os mutuários e aumentando a assunção de riscos pelos bancos.

Zhao Zheng (2012) argumenta que enquanto os instrumentos de transferência de risco de crédito, representados pela securitização de activos, fornecem às instituições financeiras instrumentos diversificados de gestão de risco, a transferência excessiva de risco também induz distorção de incentivos e risco moral. Além disso, a longo e curto prazo, embora a curto prazo a securitização de activos transfira o risco de dentro dos bancos, a substância do risco não desaparece, mas simplesmente transfere para todos os segmentos da sociedade, e com as flutuações do ciclo económico, os riscos emergem, acumulam-se e explodem gradualmente, o que é prejudicial à estabilidade financeira (Chena e Liua, 2017). dell'Ariccia et al. (2012) e outros estudiosos apresentam provas de diferentes perspectivas de que as inovações na securitização de activos irão aumentar os níveis de tomada de risco dos bancos.

Zheng Tongming (2018) argumenta que a securitização de NPAs na China é actualmente difícil de desenvolver em profundidade como um dos principais meios de resolução de empréstimos bancários não rentáveis devido a deficiências tais como mecanismos e medidas de apoio jurídico, fiscal e contabilístico incompletos, agentes de mercado limitados e dificuldades na avaliação de empréstimos não rentáveis.

### **6.1.1 Causas de Risco**

#### **A. Projecções de fluxo de caixa inadequadas**

Os bancos comerciais encarregam os intermediários de estimar os fluxos de caixa futuros dos activos subjacentes. As projecções do fluxo de caixa foram calculadas com base nas condições actuais. Na previsão do fluxo de caixa, os bancos comerciais não têm controlo efectivo sobre os inquéritos e entrevistas com intermediários, e é difícil julgar se os resultados são válidos e razoáveis. Além disso, os bancos comerciais não acompanham e julgam a recuperação dos fluxos de caixa dos pools de activos em tempo real. Se as projecções dos fluxos de caixa do fundo comum de activos pré-emissão não forem exactas, os fluxos de caixa reais recuperados serão provavelmente insuficientes para cobrir o capital e os pagamentos de juros sobre os títulos emitidos.(Xu, 2016)

## **B. Estrutura de taxas de juro inadequada**

Em resposta ao risco de taxa de juro, mesmo que os bancos comerciais cubram o seu risco através de análises de sensibilidade, as taxas de juro dos devedores originais que reembolsam os empréstimos podem mudar devido a flutuações nas taxas de juro do mercado. Se um banco comercial emitir títulos garantidos por activos utilizando uma taxa fixa para este fim, a diferença entre os dois resultará numa perturbação de liquidez se as taxas de juro do mercado flutuarem significativamente, especialmente se houver um desfasamento entre as taxas de juro. À medida que o fluxo de caixa do pool de activos diminui, o risco de não ser capaz de reembolsar os investidores a tempo aumenta no futuro.

C. Divulgação inadequada de informação sobre os activos subjacentes no fundo comum de activos

Embora a selecção dos activos do fundo comum de activos se baseie estritamente em critérios, os bancos comerciais, na qualidade de oficiais de empréstimo, também assumem a tarefa de cobrar empréstimos. No entanto, os bancos comerciais não tomaram medidas eficazes para rastrear o risco dos activos uma vez que entraram no fundo comum de activos.

Por outras palavras, embora existam alguns activos de crédito de boa qualidade, uma vez que os activos estejam no pool, existem diversos factores negativos que aumentam o risco de incumprimento e de não reembolso dos activos a tempo. Nestas circunstâncias, mesmo que os bancos comerciais tomem medidas de execução, a recuperação será muito difícil e o fluxo de caixa global do fundo comum de activos será afectado, afectando em última análise o reembolso dos títulos e levando a um maior risco de crédito.

Em 2014, na Coreia, a falta de acompanhamento do risco dos activos comuns durante a securitização dos NPAs levou a uma grave deterioração do estado de alguns

dos activos, o que impediu o processamento e recuperação atempados do fluxo de caixa e atrasos nos pagamentos, resultando em Isto resultou numa perda de mais de 30 milhões de dólares.

#### D. Ambiente de política externa imperfeito

Os bancos comerciais, como originadores, encarregam agências externas de fornecer notações de crédito sobre activos agrupados e de realizar auditorias e due diligence aos devedores. O êxito da emissão da securitização de NPAs depende do nível de serviço prestado por estes prestadores de serviços.

No entanto, embora os bancos comerciais tenham estabelecido critérios de selecção mais rigorosos para as agências de notação de crédito, empresas de contabilidade e outras agências externas, não existem formas e normas organizacionais correspondentes para as restringir, e as agências externas carecem de supervisão e gestão eficazes. Para os participantes que entram na securitização de NPAs em seu próprio benefício, se uma ou mais agências externas não conseguirem alcançar abertura, imparcialidade, independência e objectividade, os riscos serão ainda mais ampliados e aumentarão o risco financeiro para o emissor.

### **6.1.2 Métodos de Controlo de Risco para a Securitização de NPAs**

#### **A. Verdadeira venda de bens e segregação de insolvência**

A verdade na venda é outra questão-chave na securitização de activos que afecta directamente a determinação da segregação da insolvência e o âmbito do recurso dos investidores. Nos Estados Unidos, onde a securitização é mais madura, a secção 9-318(a) do Código Comercial Uniforme (UCC 2001), tal como alterado, estabelece o padrão para uma venda real como uma venda em que o patrocinador não retém nenhuma lei comum ou direitos equitativos nos activos securitizados vendidos. A jurisprudência representada por *Thomas v. Credit- Based Asset Servicing and Securitization* também

indica que os tribunais consideraram que a condição para uma verdadeira venda é assegurar que o SPV tenha a propriedade total e absoluta dos activos.

O SPV desempenha um papel importante no processo de securitização de NPAs e é o núcleo e a chave para todo o negócio. Por conseguinte, se o SPV é gerido eficazmente é fundamental para o sucesso da securitização dos NPAs. De certa forma, o SPV actua como "firewall" no processo de securitização, uma vez que assim que o cedente transfere os activos, o risco será transferido para os investidores.

Portanto, como SPV de terceiros, pode isolar eficazmente o risco de insolvência do patrocinador e tornar possível o financiamento de activos. A separação dos activos efectivamente vendidos dos activos insolventes não só protege os interesses dos investidores, mas também assegura que todo o processo de securitização dos activos em dificuldades seja levado a cabo de forma eficaz.

A este respeito, os SPV precisam de fazer duas coisas: em primeiro lugar, isolar o risco para que o próprio risco de insolvência do promotor seja isolado dos investidores. O principal risco para o risco de insolvência do promotor é que uma vez que o promotor apresente um pedido de insolvência, é provável que o tribunal de falências aplique as regras substantivas de consolidação e não reconheça a independência legal do SPV ou do património do SPV devido à relação especial entre o SPV e o promotor.

Como resultado, os activos do SPV serão incluídos na massa insolvente para fins contabilísticos, tal como exigido por outros credores. Por conseguinte, a estrutura do SPV e a sua relação com o promotor devem ser concebidas em estrita conformidade com os requisitos relevantes da legislação nacional sobre insolvência, a fim de evitar vários problemas de risco decorrentes da insolvência do promotor.

Além disso, uma vez que os activos tenham sido "vendidos de boa-fé", o promotor deve retirar esta conta do balanço. Isto irá, por um lado, melhorar a estrutura financeira do promotor e, por outro lado, cumprir a norma contabilística da "venda real".

Em segundo lugar, a fim de evitar o risco de insolvência do próprio SPV, seja ele obrigatório ou voluntário, é necessário que haja algumas restrições à formação e funcionamento do SPV para o manter afastado do risco de insolvência, a fim de garantir a segurança da transacção.

a. Restringir o âmbito de funcionamento dos SPV. Os SPV estão proibidos de exercer actividades comerciais não relacionadas com a securitização para impedir a criação de créditos adicionais que possam dar origem a risco de insolvência.

b. Limite de endividamento. Para além das dívidas e garantias reconhecidas na operação de securitização de activos em dificuldades, não podem ser contraídas outras dívidas a outras instituições ou particulares e não podem ser prestadas garantias, excepto para dívidas futuras que satisfaçam as seguintes condições: os títulos antigos e novos têm a mesma notação de crédito.

c. Criação de directores independentes. Evitar conflitos de interesses entre os directores da empresa-mãe.

d. Proibição de fusões, aquisições e reorganizações. A entidade instrumental não se deve envolver em fusões, aquisições, reorganizações, fusões ou dissoluções, ou vendas de activos antes da liquidação dos títulos garantidos por activos estar concluída.

e. Contabilidade independente. Para participar noutras economias da entidade, deve ser criado um conjunto separado de livros e ficheiros e utilizadas contas separadas para segregar os activos da entidade de outros activos.

f. Interesse de segurança em bens. Um interesse de garantia é o direito de um fiador a uma garantia para uma obrigação. Os veículos para fins especiais devem conceder aos investidores direitos de segurança sobre os bens. Desta forma, mesmo que a questão da securitização de NPAs falhe, o cedente não poderá beneficiar do processo de insolvência.

Tendo em conta o ambiente de mercado e de investimento único na China nesta fase, e tendo em conta a classificação dos activos na securitização de NPAs, deve ser escolhido um modelo que combine um trust com fins especiais e uma empresa com fins especiais.

#### B. Processo de confiança para fins especiais.

Este modelo é adequado para NPAs que são colateralizados, penhorados ou garantidos por terceiros. O fluxo de caixa destes activos é relativamente estável durante um período de tempo definido e mesmo que o capital e os juros não possam ser reembolsados a tempo, os investidores podem assegurar que o capital e os juros investidos podem ser recuperados a tempo e quando devidos, realizando as garantias ou recorrendo a terceiros. (Yan, 2009)

Processo de empresa para fins especiais. Este modelo é adequado para NPAs sem activos colaterais, activos penhorados ou garantias de terceiros. O devedor é uma grande empresa estatal que se está a desenvolver rapidamente ou está prestes a completar a sua reforma accionista. Ao converter os créditos em propriedade, não só se pode reduzir o peso da dívida do devedor, como também se pode estabelecer um sistema sólido de monitorização do mercado.

#### C. Mecanismo adequado de melhoria do crédito

Como os conjuntos de activos que compõem a securitização dos NPAs são todos empréstimos não rentáveis, as suas próprias notações de crédito não conseguem

satisfazer as condições básicas para a securitização. Por conseguinte, a notação de crédito dos títulos garantidos por activos precisa de ser melhorada para reduzir o risco do conjunto de activos, melhorar as condições de emissão, atrair e proteger os investidores e, em última análise, garantir o êxito da securitização dos NPAs. No entanto, o melhoramento da classificação é muito rigoroso e deve ser feito por agências de classificação profissionais designadas com planos de operação apropriados de acordo com os tipos de diferentes produtos. No entanto, no actual estado de coisas, a China ainda não estabeleceu um sistema e regulamentação rigorosos para a melhoria do crédito, sendo actualmente adoptados dois modos principais de funcionamento.

Em primeiro lugar, a melhoria do crédito é levada a cabo por agências externas.

- a. Seguro financeiro. A notação de crédito dos títulos garantidos por activos é melhorada através da introdução de instituições financeiras de terceiros, tais como companhias de seguros. Neste processo, os investidores podem obter uma garantia da companhia de seguros para garantir que recebem o capital e os juros a tempo, sendo o prémio do seguro pago pelo gestor da securitização em dificuldades. Uma advertência, contudo, é que as seguradoras especializadas normalmente só garantem transacções com um grau de investimento elevado (tipicamente Bbb ou BBB ou superior).
- b. Garantias das empresas. Uma garantia empresarial é uma garantia de crédito externa que protege os investidores em títulos contra perdas financeiras devidas a várias partes. Uma garantia empresarial pode aplicar-se à totalidade de uma transacção ou classe de transacção, ou a uma classe particular de transacção. É importante notar que, para além das empresas terceiras, o objecto do interesse original no bem pode também actuar como objecto de uma garantia empresarial. Isto porque, através de uma verdadeira venda do bem, o crédito do próprio bem foi separado do originador e os dois já não estão ligados ao nível de risco. (Song, 2007) No entanto, se a empresa de garantia de terceiros tiver uma notação muito baixa, pode baixar a notação de crédito dos activos titularizados como um todo.

- c. Carta de crédito. É um compromisso bancário de pagamento emitido por um banco a um terceiro (o beneficiário ou o seu nomeado) a pedido do requerente, utilizando o seu próprio crédito como garantia. O requisito básico de uma carta de crédito é que os documentos coincidam e os documentos coincidam. Uma carta de crédito pode ser vista como uma apólice de seguro emitida por uma instituição financeira para o mundo exterior. Em caso de perda, sob a protecção da carta de crédito, a instituição financeira deve cobrir um determinado montante de perda para o beneficiário, de acordo com os termos e montante acordados. No entanto, se o próprio banco patrocinador for rebaixado, a classificação global do produto de títulos garantidos por activos será também reduzida.

Em segundo lugar, a melhoria do crédito é levada a cabo internamente.

- a. Estabelecimento de uma estrutura secundária (sénior/subordinado). A estrutura secundária mede a segurança do mesmo conjunto de bens e é classificada de acordo com a sua ordem de reembolso. O originador de obrigações pode conceber uma carteira de obrigações secundárias sénior e subordinadas com base nas condições relevantes. Quando o fundo comum de activos não paga no vencimento, dependendo da ordem, as obrigações subordinadas sofrem perdas mais cedo do que as obrigações sénior. Ao criar uma estrutura secundária, o risco mais uniforme é reclassificado através da alteração da ordem de reembolso e a notação de crédito dos diferentes níveis de títulos é diferente. As obrigações sénior têm uma notação relativamente elevada devido à protecção proporcionada pelas obrigações subordinadas. O método de classificação artificial dos activos subjacentes em diferentes níveis a fim de melhorar a notação de crédito do conjunto de activos pode também ser referido como o método de classificação de crédito.
- b. Sobrecolateralização. Também referido como sobre-garantia, isto refere-se ao aumento da notação de crédito dos títulos garantidos por activos, aumentando o valor total do conjunto de activos. Isto significa que, para além dos activos securitizados suficientes para cobrir a compra do financiamento de finalidade

especial, a instituição garante detém um determinado montante de activos de reserva. Quando ocorre um incumprimento, este é reembolsado a partir dos fluxos de caixa gerados pelos activos de reserva dentro do limite das perdas na liquidação das contas a receber. Se este modelo fosse seguido, o veículo para fins especiais não pagaria o montante total dos activos adquiridos, mas pagaria uma parte do produto descontado ao originador. Na prática, contudo, este método é raramente utilizado devido aos seus elevados custos e desvantagens ineficientes.

c. Contas de reserva. Inclui contas de caixa e contas de margem.

Garantia em numerário: Devido à sua elevada liquidez, a qualidade de crédito e a estabilidade do numerário pesa muito mais do que a dos activos ainda não convertidos em numerário. Transferências dos fundos do originador, bem como uma parte do fluxo de caixa, do fundo comum de activos para uma conta de reserva específica, que é mantida a uma certa dimensão. Se o capital e os juros dos títulos não forem pagos a tempo porque o fundo comum de activos é incapaz de gerar um fluxo de caixa suficiente, os pagamentos são efectuados a partir da conta de reserva. A conta de reserva de tesouraria assegura o pagamento sem problemas dos títulos e reduz a eficiência da utilização do capital.

Conta Gap: Uma alternativa à sobre-garantia que assegura o reembolso programado dos títulos garantidos por activos através de uma margem adicional na transacção. Esta abordagem é mais viável quando o rendimento do fundo comum de activos excede o custo total do financiamento. O aumento do crédito é uma ferramenta importante para melhorar a estabilidade do pool de activos e para prevenir eficazmente o risco de segurança dos activos. Na prática, é geralmente utilizada uma combinação de instrumentos internos e externos de melhoria do crédito, de modo a que os seus respectivos pontos fortes possam ser plenamente utilizados e a regulação máxima do risco possa ser conseguida a um custo mínimo.

## **6.2 Avaliação de Securitização de NPAs**

### **6.2.1 Preocupações de Avaliação**

O julgamento dos fluxos de caixa é central para a análise da estrutura do negócio. Os mutuários dos activos agrupados numa titularização de activos não rentável estão em situação de incumprimento e estão frequentemente envolvidos em litígios e processos de execução durante o processo de cobrança. As características de fluxo de caixa do fundo comum de activos são significativamente diferentes das dos projectos de titularização com activos normais no fundo comum. O fluxo de caixa depende da recuperação de NPAs, o que está em grande parte relacionado com uma série de questões acordadas nos documentos de transacção, e as notações precisam de prestar mais atenção a estes pontos de transacção a fim de julgar e avaliar o risco dos títulos subjacentes.

Os principais pontos de preocupação na prática incluem o seguinte.

#### **A. Propriedade de bens**

A empresa de classificação concentra-se na validade legal dos créditos e interesses de segurança acessórios, e se os direitos correspondentes podem ser transferidos com sucesso. efectiva e se os credores e fiadores podem reclamar os direitos correspondentes contra o devedor e o fiador; e, em terceiro lugar, se o trust pode obter com sucesso créditos sob os bens do crédito sujeito a crédito (isto é, se os créditos sob os bens do crédito sujeito a crédito podem ser efectivamente cedidos e não serão proibidos ou restringidos por qualquer razão).

#### **B. Estatuto de limitações**

A empresa de classificação concentra-se em saber se os activos do pool estão dentro do estatuto de limitações e que circunstâncias podem interromper a eficácia do estatuto de limitações. Nesta fase do projecto de titularização, o banco credor original é responsável pela cobrança dos activos. Considerando o facto de a transferência da

dívida ainda não ter produzido efeitos sobre o mutuário antes de este ser notificado, o credor original, ou seja, a instituição de origem, como agência de cobrança, pode interromper o estatuto de limitações.

Na prática, o controlo do risco de os activos do fundo comum estarem ou não dentro do estatuto de limitações é feito principalmente através de um rastreio de diligência legal e da marcação dos activos problemáticos correspondentes. Se os "critérios de elegibilidade" exigirem que os activos comuns não estejam prescritos, os activos assinalados serão removidos e o impacto do risco correspondente será tido em conta na avaliação.

Ao mesmo tempo, no Contrato de Serviço, a secção "Manutenção de Créditos" está incluída nos métodos e normas de gestão para instar os prestadores de serviços de empréstimo a tomarem medidas atempadas para salvaguardar os seus direitos e reforçar a gestão do estatuto de limitações, do estatuto de execução e de outros períodos estatutários para assegurar a validade do estatuto de limitações à propriedade fiduciária.

### C. Interesses subsidiários de segurança

A empresa de notação concentra-se em questões como a garantia máxima e a compensação de activos. No processo de titularização de NPAs, o problema com o agrupamento dos activos de garantia máxima é que se o crédito principal não tiver sido determinado na data de encerramento, ou seja, quando o montante efectivo do contrato de empréstimo for inferior ao limite máximo do capital, uma vez que o crédito pode continuar a ser incorrido, se as partes não tiverem acordado em contrário, a cessão dos juros de garantia será proibida ao abrigo da Lei de Propriedade.

Nesta fase da prática, o agrupamento de tais bens é conseguido principalmente através de acordos relevantes. Isto é conseguido através da emissão de uma carta de compromisso pela instituição de origem de que não emprestará ao abrigo do contrato de garantia máxima e através de um acordo nos "critérios de elegibilidade" de que a

reivindicação principal garantida pela garantia máxima foi determinada como sendo mais vinculada.

O activo compensatório é um activo físico ou um direito de propriedade sujeito a um devedor, fiador ou terceiro em virtude de um crédito ou direito de garantia exercido pelo banco de acordo com a lei. Se a transferência de propriedade de um bem compensatório tiver sido concluída, à data de encerramento, um bem compensatório que requer o registo da transferência antes de poder ser transferido (tal como um bem imobiliário) não pode ser utilizado como propriedade fiduciária para o pagamento de capital e juros sobre títulos, uma vez que é mais difícil conseguir o registo fiduciário.

Nesta fase na prática, a principal abordagem é identificar e assinalar tais bens através de diligência legal. Se os "critérios de qualificação" exigirem que o trust possa obter com sucesso créditos ao abrigo dos activos da dívida subjacente, então este activo marcado é excluído, caso contrário o impacto do risco correspondente tem de ser considerado na avaliação.

#### D. Determinação do montante das reclamações

A empresa de classificação concentra-se na probabilidade de surgirem novos créditos sob o nome do autor para o mutuário relevante após a data de encerramento do pacote. Nesta fase de titularização, todos os empréstimos do mesmo tipo sob o mesmo mutuário são geralmente agrupados. Se o montante dos créditos dos mutuários envolvidos aumentar após a data de encerramento, não só será impossível cumprir o acordo de "todos os agrupamentos", como também as dívidas dos mutuários correspondentes na propriedade fiduciária poderão não gozar do direito prioritário de cobrança, o que terá um impacto negativo significativo no pagamento dos títulos a tempo.

Para mitigar estes riscos, na prática, é geralmente acordado nos "critérios de elegibilidade" que o originador deixará de conceder crédito ao devedor correspondente

e não concederá novos empréstimos nem concederá novos financiamentos ao devedor no âmbito do compromisso. Se estiver em causa uma garantia/segurança máxima, o crédito principal garantido ao abrigo deste artigo já foi estabelecido na data de encerramento do pacote.

#### E. Eficácia de recolha

A empresa de classificação concentra-se no acordo sobre as obrigações e incentivos do prestador de serviços de empréstimo. O desempenho da recuperação de NPAs depende muito da capacidade de cobrança do prestador de serviços de empréstimo, enquanto a motivação do prestador de serviços de empréstimo para cobrar também afectará em grande medida a eficácia e eficiência da recuperação de activos.

Nesta fase, o princípio, a forma e o nível de recolha são geralmente limitados de forma abrangente nos itens de alienação de activos, recolha de activos e alienação de activos compensatórios no Contrato de Serviço, exortando o prestador de serviços de empréstimo a realizar a alienação de activos de acordo com os princípios de conformidade com a lei, maximização da eficiência e eficácia da alienação, e inovação.

Ao mesmo tempo, os actuais projectos de titularização de NPAs têm todos um mecanismo de sobre-incentivos para os funcionários responsáveis pelos empréstimos, ou seja, quando o capital da parcela subordinada é pago e o produto subordinado atinge um determinado nível, parte do produto restante será pago ao funcionário responsável pelos empréstimos como sobre-incentivo.

#### **6.2.2 Idéias de Avaliação**

A notação de crédito dos títulos garantidos por NPAs por empresas nacionais de notação de crédito é uma avaliação do risco de incumprimento dos títulos, ou seja, a probabilidade de pagamento atempado e integral do capital e dos juros sobre os títulos classificados, dado o desempenho da recuperação dos activos subjacentes.

Em comparação com os produtos gerais de securitização de activos, a securitização de NPAs caracteriza-se por uma vasta gama de fontes de recuperação, estruturas de transacção complexas e flexíveis e um maior número de participantes. A variedade de fontes de recuperação leva a diferentes factores-chave que afectam a capacidade de recuperação, especialmente para conjuntos fragmentados de NPAs, que requerem uma análise mais quantitativa enquanto se exploram plenamente os principais factores de avaliação. A concepção complexa e flexível das estruturas de transacção e o grande número de partes envolvidas requerem um exame abrangente e minucioso da medida em que as diferentes estruturas de transacção afectam os títulos em análise, bem como uma análise mais qualitativa das capacidades de due diligence das partes e da sua experiência e capacidades empresariais relevantes.

A avaliação das NPAs baseia-se na análise da recuperabilidade global do conjunto de activos subjacentes, combinada com riscos legais, estrutura da transacção, medidas de reforço do crédito e outros elementos de avaliação.

Em primeiro lugar, através da análise do mecanismo de operação de segregação de insolvência, métodos de transferência de activos e questões de direitos acessórios, etc., determinamos se os activos subjacentes são propriedade de liquidação do originador, administrador fiduciário e prestador de serviços de empréstimos em caso de insolvência, e examinamos o impacto do risco legal na independência do fundo comum de activos subjacentes na geração de fluxos de caixa.

Em segundo lugar, com base nas características específicas dos activos subjacentes, são identificados factores-chave que afectam a sua recuperação e são construídos modelos de avaliação para avaliar o nível dos fluxos de caixa gerados pelo fundo comum de activos em diferentes cenários.

Em terceiro lugar, a experiência empresarial e as capacidades das instituições participantes são analisadas e os fluxos de caixa do fundo comum de activos são ajustados de acordo com a vontade e a capacidade das partes para realizar a devida diligência.

Finalmente, com base na análise da estrutura da transacção, medidas de reforço de crédito e outros factores de notação, é construído um modelo de fluxo de caixa para simular os fluxos de caixa gerados pelos activos subjacentes contra o pagamento dos títulos avaliados, e depois é analisada a probabilidade de incumprimento dos títulos avaliados sob certos cenários de stress para determinar a notação de crédito alvo dos títulos avaliados.

### **6.2.3 Análise de Elementos de Avaliação**

#### **A. Riscos legais**

A China ainda não formou leis e regulamentos unificados para a securitização de activos, e o sistema jurídico ainda não é sólido. Tendo em conta os riscos mais legais enfrentados na securitização de activos, temos de prestar atenção a três aspectos: o mecanismo de isolamento do risco de insolvência, a forma de transferência de activos, e a questão dos direitos de subordinação.(Li, 2013)

O principal risco legal decorrente destas três questões é que a propriedade dos bens ou dos direitos associados aos bens (por exemplo, penhores) pode ser juridicamente duvidosa e os direitos dos investidores podem não ser legalmente protegidos com segurança. Por exemplo, se os bens forem transferidos de uma forma que não cumpra os requisitos legais para uma "verdadeira venda", isto pode resultar numa "segregação de insolvência" com falhas legais. Se o patrocinador se tornar insolvente, esta parte dos activos titularizados pode ser considerada como continuando a ser propriedade do patrocinador e os investidores não poderão reclamar direitos sobre esta parte dos activos. Além disso, se existirem defeitos na realização dos direitos sobre os activos subjacentes, o fiduciário não poderá dispor com êxito da garantia, de acordo com a lei, em caso de risco de crédito nos activos subjacentes, o que acabará por resultar em perdas para os investidores nos títulos.

Na securitização de NPAs, a questão da subordinação requer uma atenção especial, uma vez que muitos activos estão sujeitos a um direito de crédito (penhor). Na prática da securitização de NPAs, o fluxo de caixa proveniente da alienação da garantia é

normalmente a fonte mais importante para o pagamento do capital e dos juros sobre os títulos classificados. No que respeita à propriedade dos activos, estatuto de limitações, garantias subsidiárias e outros pontos acima mencionados, o processo de notação propriamente dito deve centrar-se na possibilidade de a transacção realizar a transferência de direitos e registar a alteração ao mesmo tempo, e na existência de uma base jurídica para apoiar o processamento em bloco da alteração do registo do direito de crédito (penhor), de modo a ajustar a taxa global de recuperação dos activos subjacentes em conjunto com a eficácia e a exaustividade do mecanismo de registo da alteração dos direitos durante a transferência dos activos subjacentes. Seguem-se alguns exemplos da base jurídica para apoiar o registo de alterações nos direitos de penhor.

#### B. Estimativas de Recuperação de Bens

A recuperação de créditos improdutivos depende de dois aspectos principais: o montante recuperado e o momento da recuperação. Destes, o montante de recuperação deriva principalmente do mutuário, do fiador (se existir) e da garantia (se existir). Dependendo do tipo e das características dos NPAs, os factores que afectam a recuperabilidade dos activos subjacentes variam, assim como os métodos analíticos e as ideias de notação utilizados pelas agências de notação de crédito. Isto depende principalmente da fonte específica de recuperação, do grau de diversificação de bens e de muitos outros factores. (Shi, 2015)

a. Estimativa das recuperações por mutuários e fiadores. A recuperação dos mutuários de NPAs depende principalmente da capacidade de reembolso e da vontade de reembolsar os mutuários e garantes.

b. Estimativa da recuperação das garantias. A recuperação da garantia de NPAs é feita principalmente através de leilão judicial e venda da garantia para obter a recuperação de dinheiro.

#### C. Qualidade de Serviço das Instituições Participantes

A qualidade dos serviços prestados pelas instituições participantes é também um elemento chave na notação de crédito dos títulos. Ao examinar muitos factores, tais como os riscos operacionais e financeiros, a experiência empresarial e as capacidades empresariais do originador, da instituição de serviço de activos, do fiduciário e do depositário do fundo, a notação avalia exaustivamente a vontade e a capacidade de cada intermediário para realizar a devida diligência, e depois fixa e ajusta a taxa de recuperação e o tempo de recuperação dos activos subjacentes no modelo de notação.

Na securitização de NPAs, a qualidade de serviço das instituições de serviço de activos desempenha um papel decisivo no pagamento normal de títulos, uma vez que afecta directamente o desempenho futuro da recuperação do pool de activos. O processo de avaliação deve concentrar-se nos seus métodos de gestão e cobrança de créditos/débitos vencidos, procedimentos de tratamento de créditos/débitos vencidos, etc. A taxa alvo de incumprimento da avaliação, taxa de recuperação e factores de tempo de recuperação no modelo de avaliação deve ser definida e ajustada com base na avaliação exaustiva do prestador de serviços de bens.

#### D. Estrutura do Negócio

As classificações analisam aspectos da estrutura das transacções, incluindo mecanismos de pagamento de fluxo de caixa, mecanismos de desencadeamento de crédito, risco da estrutura das transacções e apoio à liquidez. Uma combinação de abordagens qualitativas e quantitativas é normalmente utilizada para quantificar os fluxos de caixa, determinando os parâmetros relevantes através dos termos dos documentos de transacção e do juízo de experiência de peritos. Na actual fase de notação dos títulos garantidos por activos em dificuldades, há que prestar especial atenção aos factores de apoio à liquidez envolvidos.

O apoio à liquidez refere-se às fontes de financiamento internas e externas criadas para assegurar o reembolso atempado do capital, juros e taxas dos títulos para a transacção. Devido à grande incerteza na recuperação de NPAs, em comparação com a securitização geral de empréstimos, é mais provável que o montante de recuperação dos

activos conjuntos de NPAs dos títulos garantidos por activos durante um determinado período de recolha seja incapaz de cobrir os juros e as despesas com comissões superiores dos títulos, o que resulta num desfasamento entre o fluxo de caixa dos activos subjacentes e as várias despesas dos títulos no momento em questão.

Por conseguinte, o apoio à liquidez é uma garantia importante para assegurar o reembolso atempado do capital e dos juros sobre os títulos. A notação deve centrar-se na fonte de financiamento da reserva de liquidez, na escala de acumulação da reserva, nas condições de activação da reserva, na alteração da ordem de pagamento dos fluxos de caixa após a activação, no mecanismo de reposição da reserva e na exaustividade regulamentar da conta de reserva de liquidez, e reflecti-los nos factores de apoio à liquidez do modelo de notação.

#### E. Medidas de reforço do crédito

As medidas de reforço do crédito podem aumentar o nível de apoio prestado pelo pool de activos subjacentes aos títulos com notação, melhorando assim a notação de crédito da tranche sénior. As principais medidas de reforço do crédito incluem reforço do crédito interno e reforço do crédito externo. As medidas internas de reforço do crédito incluem principalmente estruturas sénior/subordinadas, sobrecolateralização, etc. ç As medidas externas de reforço do crédito são fornecidas por instituições terceiras independentes e podem geralmente tomar a forma de seguros, garantias e contas de penhora de dinheiro para o conseguir. Há que prestar especial atenção às medidas externas de reforço do crédito na avaliação das NPAs.

Os títulos garantidos por NPAs estão sujeitos a um risco de liquidez mais grave do que os títulos comuns garantidos por activos porque o fundo comum de activos não é apoiado por spreads fiáveis e a recuperação dos activos agrupados é mais incerta devido ao ambiente judicial e económico local, o que torna mais difícil mitigar eficazmente através do apoio à liquidez interna. Por conseguinte, as garantias prestadas por instituições externas de terceiros desempenham um papel importante no reforço da solvabilidade dos títulos, e se as suas obrigações de reembolso podem ser cumpridas

tem um impacto significativo na garantia de que os títulos podem ser reembolsados na totalidade e a tempo. Por conseguinte, no processo de notação, para os títulos garantidos por empréstimos com instituições externas de apoio à liquidez, para além da capacidade de recuperação do conjunto de activos subjacentes, é necessário considerar cuidadosamente a capacidade de reembolso das instituições de garantia terceiras, de modo a ajustar a notação de crédito dos títulos classificados em conformidade.

#### F. Testes de esforço.

Os testes de esforço são uma base importante para julgar a notação de crédito dos títulos classificados, medindo o nível de apoio do conjunto de activos subjacentes no caso de um cenário extremamente adverso, tal como um pequeno evento de probabilidade.

Os cenários extremos enfrentados pela securitização de NPAs resultam principalmente do risco de crédito e do risco de mercado. Entre eles, os cenários de stress de risco de crédito incluem, mas não se limitam a, recessão macroeconómica ou mesmo recessão, regulação da política no mercado imobiliário, e problemas imprevisíveis nas operações da empresa prestadora de serviços de empréstimo. Os cenários de stress de risco de mercado incluem, mas não estão limitados a, declínios significativos nos preços imobiliários, aumentos acentuados nas taxas de emissão, etc.

No processo de notação real, cada cenário extremo é geralmente simulado através da aplicação de stress a parâmetros importantes como o montante da recuperação, o tempo necessário para recuperar o empréstimo e a taxa de juro de emissão para testar até que ponto os fluxos de caixa recuperados do pool de activos podem cobrir o capital e os juros dos títulos em ambientes diferentes, obtendo assim a notação de crédito correcta.

Após a classificação inicial dos títulos garantidos por NPAs, os títulos serão também sujeitos a classificações de acompanhamento regulares e não programadas. Através da análise qualitativa e quantitativa da qualidade dos activos, a vontade e a capacidade das instituições participantes para efectuar a devida diligência, o montante

de melhoria de crédito e a independência dos activos durante o período de notação seguinte, os factores de notação, tais como a qualidade de crédito do conjunto de activos subjacentes, os riscos legais, os riscos de estrutura de transacção, as medidas de melhoria de crédito e a intensidade do teste de esforço são revistos na notação anterior, e são feitos ajustamentos aos juízos qualitativos e aos parâmetros de notação quantitativa que não estão em conformidade com o desempenho real de forma atempada. a fim de obter uma classificação de crédito actualizada.

## **7. Análise da Eficácia da Securitização de Bens Não-Performes da China Piloto e Revisão da Prática**

### **7.1 Quem é a melhor escolha: Transferência a Granel para Empresas de Gestão de Activos versus Securitização de NPAs**

#### **7.1.1 Vantagens e Dilemas da Transferência de NPAs para Empresas de Gestão de Activos a Granel**

Ao contrário da crise financeira em que os bancos desinvestem os seus NPAs em empresas de gestão de activos para alienação, incluindo a securitização, os bancos podem transferir os NPAs para empresas de gestão de activos a granel ou aliená-los por conta própria durante o seu funcionamento normal. Tradicionalmente, os bancos recolhem os NPAs por si próprios através dos seus departamentos internos de preservação, mas estão principalmente envolvidos em negócios de crédito e podem não ser bons na alienação de NPAs. A experiência passada da China na alienação de NPAs mostra que a transferência em massa de NPAs para empresas de gestão de activos é a mais fácil e mais eficiente, e os NPAs actualmente são principalmente alienados desta forma.

Com esta abordagem, os bancos podem não só libertar uma grande quantidade de NPAs a curto prazo, libertando capital e recuperando dinheiro para novos negócios, mas também as empresas de gestão de activos podem fazer pleno uso da sua experiência e

das muitas concessões e facilidades oferecidas pelo Estado para dispor dos NPAs de forma eficiente e rentável.

No entanto, esta abordagem tem sido posta em causa nos últimos anos, principalmente devido a:

A. Um número limitado de empresas de gestão de activos não consegue absorver totalmente triliões de NPAs dos bancos e manter a capacidade de alienação simultânea devido a restrições regulamentares de adequação de capital e considerações sobre objectivos de rentabilidade.

De acordo com as "Medidas para a Administração da Transferência a Granel de Activos Não Performances de Empresas Financeiras" e outros documentos, os bancos só podem transferir (mais de três) activos não performantes a granel para empresas nacionais de gestão de activos e empresas locais de gestão de activos que tenham obtido licenças financeiras. Actualmente, o número e o capital registado dos dois tipos de empresas de gestão de activos são limitados, o que dificulta a sua plena satisfação da procura de aquisição em larga escala de activos bancários não rentáveis. Embora as empresas de gestão de activos possam libertar capital através da transferência de NPAs, o próprio mercado privado de aquisição de NPAs precisa de ser cultivado, e a operação de transferência também precisa de tempo, que não pode acompanhar o crescimento dos NPAs. Além disso, as quatro principais empresas de gestão de activos transformaram-se num negócio financeiro completo após 2007, e já não se especializam na alienação de NPAs, podem não ter vontade suficiente para adquirir NPAs para avaliação do lucro.

B. A política regulamentar exige que os NPAs só possam ser transferidos para empresas de gestão de activos a granel, resultando num "mercado do comprador" artificial, onde estas últimas podem ter o monopólio do preço e fazer várias exigências, e os bancos estão frequentemente relutantes em fazer concessões e aceitá-las todas, a fim de evitar a expansão das perdas e a responsabilização, o que pode facilmente conduzir a um impasse.

### **7.1.2 Vantagens Comparativas e Desafios da Securitização da Alienação de NPAs**

A técnica de securitização também pode ser utilizada para alcançar alguns dos benefícios da abordagem tradicional em comparação com a venda de NPAs a empresas de gestão de activos: a securitização requer escala de operação e também pode dispor de NPAs em grandes quantidades; os reguladores encorajam os pilotos de securitização de NPAs, e os NPAs com conformidade de segregação de risco podem ser tabelados para cumprir os objectivos de alienação dos bancos. Mais importante ainda, a securitização de NPAs pode compensar a falta de capacidade de aquisição das empresas de gestão de activos e a posição passiva dos bancos, e tem vantagens teóricas significativas.

A. A titularização alarga o caminho para os bancos disporem de NPAs. A sua operação em bloco pode aliviar a contradição entre o rápido aumento da escala de NPAs e a limitada capacidade de alienação dos bancos, quebrar a pressão monopolista sobre os preços da aquisição unilateral por empresas de gestão de activos e realizar melhor o valor de recuperação dos activos. Em particular, a titularização permite a alienação de empréstimos pessoais que são tradicionalmente proibidos de serem transferidos a granel, o que é de grande importância para os bancos resolverem o risco de tais activos, desenvolverem e fazerem crescer os seus negócios de financiamento ao consumidor e expandirem novas fontes de lucro.

B. A securitização traz fundos do mercado de capitais para transferir o risco de crédito de NPAs para investidores com o correspondente apetite pelo risco através do ABS. Este método de alienação, que permite a introdução de um fluxo contínuo de novos fundos a um vasto leque de investidores, pode resolver o embaraço dos bancos que utilizam fundos de gestão de património para assumir NPAs fora do balanço, o que tem sido criticado como "arbitragem regulamentar". A securitização de NPAs pode também quebrar o estrangulamento da aquisição de NPAs por empresas de gestão de activos, que é limitada pela dimensão do capital. Além disso, a securitização pode ajudar a transferir o risco de crédito para fora do sector bancário e a manter a segurança do sistema financeiro, o que os reguladores vêem com agrado.

C. Segundo o modelo de securitização, os bancos desempenham múltiplos papéis como originadores, prestadores de serviços de activos e detentores de sub-ABS, e são responsáveis pela selecção dos activos subjacentes, pela comunicação e coordenação da avaliação dos activos subjacentes, pela previsão dos fluxos de caixa, pela classificação dos produtos e mesmo pelas vendas, bem como pela recompra de activos não conformes ou pela cooperação em recompras de liquidação, quando necessário. A partir da operação de securitização, o banco não só recebe o produto da venda dos NPAs, como também recebe taxas de serviço dos activos (incentivos à recuperação excessiva), participações nos restantes activos (ABS subordinado), e também se torna proprietário da alienação dos NPAs, reflectindo a flexibilidade do veículo de securitização para responder aos utilizadores.

D. A securitização tem uma longa cadeia de crédito para a alienação de activos que é incomparável aos métodos tradicionais, em que os actores profissionais e diversificados do mercado desempenham o seu papel e formam um ambiente externo mais aberto e orientado para o mercado, o que ajuda objectivamente a promover o desenvolvimento do mercado de transferência de empréstimos e a formação de um mecanismo de descoberta de valor para NPAs, e facilita aos bancos a melhoria da taxa de recuperação de NPAs. Ao mesmo tempo, a operação relativamente transparente de securitização pode também ajudar os bancos a evitar o risco moral que pode surgir da forma tradicional de "vender ao desbarato".

No entanto, esta derivação teórica aparentemente perfeita da abordagem tradicional, tal como testada pelo piloto, reflecte os desafios enfrentados no contexto chinês de securitização de NPAs, nomeadamente.

A. A assimetria de informação na alienação de NPAs permanece por resolver. A titularização para o mercado de capitais exige maior transparência e precisão dos NPAs, e quando os bancos utilizam técnicas de titularização, precisam de contratar intermediários para investir mais tempo e custo na diligência devida aos activos, o que prolonga o ciclo global de alienação. A partir do projecto-piloto, os empréstimos públicos não rentáveis são na sua maioria investigados caso a caso devido ao número de devedores que varia entre algumas dezenas e algumas centenas.

B. No entanto, os empréstimos hipotecários pessoais, especialmente os empréstimos ao consumo com cartão de crédito, são em grande número, pequenos em montante e geograficamente dispersos, e só podem ser inquiridos com base numa amostra em vez de um inquérito abrangente. Como a China ainda não atravessou um ciclo económico completo, os bancos geralmente carecem de dados históricos suficientes sobre a taxa de perdas desses activos, e a base de amostragem e a metodologia do inquérito baseiam-se principalmente no julgamento subjectivo e na experiência dos intermediários, sem um padrão uniforme convincente e limitado pelo tempo e pelo custo, a sua eficácia ainda tem de ser testada. Como resultado, as técnicas de securitização não foram tão eficazes como se esperava para a identificação do risco e a descoberta do preço dos NPAs, e a falta de informação e os desafios em matéria de preços limitaram a utilização da securitização pelos bancos e o investimento do mercado em NPAs ABS.

Como instrumento financeiro de alto nível, a securitização exige que o operador tenha informações válidas sobre os activos subjacentes e gere eficazmente os fluxos de caixa dos activos para reembolsar o capital e os juros do ABS no futuro. A securitização pode parecer isolar os NPAs do proprietário original do capital, o banco, através de um mecanismo de segregação de risco, mas no fundo coloca requisitos mais elevados ao banco do que ao cedente geral da dívida. Se for também um gestor de activos, terá também de arranjar pessoal para cobrar dívidas, gerir o fluxo de caixa e fazer pagamentos atempados. O processo de securitização envolve não só a consolidação da informação e gestão de activos dentro do banco, mas também a comunicação de informação e serviços entre o banco e vários intermediários, o que constitui um longo período de preparação, muitas etapas e um elevado grau de cooperação para os bancos. Estes custos e inputs podem ser significativos, especialmente para os bancos que estão a tentar a sua primeira securitização ou que têm uma pequena escala de activos titularizados, e são susceptíveis de "perder dinheiro e ganhar dinheiro".

A securitização dos activos domésticos não rentáveis está a dar os seus primeiros passos e os bancos são normalmente mais prudentes na garantia do êxito da emissão de projectos, o que pode aumentar os custos e encargos operacionais e enfraquecer os

benefícios da securitização. Na prática, os bancos-piloto ou seleccionaram activos relativamente bons e não rentáveis para o pool, com muitos projectos de hipotecas pessoais e empréstimos públicos representando até 70% a 80% dos empréstimos subordinados e raramente incluindo empréstimos com perdas; ou tentaram reduzir a dimensão dos activos para reduzir o risco de fracasso da emissão. A dimensão do activo era apenas de RMB281 milhões e a dimensão da emissão era de RMB133 milhões. A fim de melhorar a adequação e a estabilidade do fluxo de caixa da securitização de NPAs, há também o referido encapsulamento de activos com vários meses de antecedência, estabelecendo uma elevada percentagem de ABS subordinado para o reforço do crédito e a atribuição de instituições de apoio à liquidez. Como resultado, a técnica de securitização parece ser de "alta tecnologia", mas existem múltiplas concessões e despesas para os bancos, e a escala de NPAs alienados nos projectos-piloto é geralmente pequena, com uma taxa média de recuperação de 28,45%, o que é essencialmente semelhante ao efeito da transferência em massa de NPAs para empresas de gestão de activos.

Para além de serem o detentor original do capital, os bancos também podem desempenhar múltiplos papéis em operações de securitização, tais como prestador de serviços de activos e investidor subapropriado, para gerar rendimentos diversificados. Contudo, a prática tem demonstrado que os bancos podem cobrar no máximo 1% das receitas da alienação de serviços básicos de gestão de activos, e se os insumos e custos acima mencionados forem deduzidos, é difícil gerar "novas receitas". É fácil ver isso: o banco quer concentrar-se mais no seu negócio de crédito depois de listar os NPAs, mas está a absorver muito capital humano e recursos para ser responsável pela recolha de activos, o que é o mesmo que o banco que recolhe os NPAs por si só, o que não é a força do banco e está vinculado pelo mecanismo de securitização. O banco pode não ser capaz de cumprir as normas regulamentares e pode ser obrigado a fazer encargos de capital baseados no risco, derrotando assim o objectivo da desregulamentação. A prática demonstra que a prudência do mercado na securitização de NPAs tem "levado a que os principais compradores de produtos de securitização iniciados por bancos continuem a ser principalmente unidades cativas de outros bancos no sistema bancário, com os bancos a deter-se uns aos outros e, na sua maioria, a optar por deter até à maturidade,

sem mercado real", não conseguindo desempenhar as funções de descoberta de preços e de partilha de riscos da tecnologia de securitização. A tecnologia de securitização não conseguiu desempenhar as funções de descoberta de preços e de alocação de riscos, e por sua vez limitou o desenvolvimento do mercado de emissão primária devido à liquidez limitada do ABS, derrotando o objectivo dos reguladores de transferir o risco para fora do sistema bancário.

## **7.2 Os Ganhos e Perdas da Aplicação do Modelo de Securitização de Activos de Crédito à Securitização de NPAs**

### **7.2.1 Pontos Comuns entre a Securitização de NPAs e a Securitização de Activos de Crédito**

A securitização de NPAs segue o modelo operacional de securitização de activos de crédito, não só devido à rápida implementação da política piloto, mas também devido à uniformidade na aplicação dos princípios de securitização entre os dois: em primeiro lugar, a securitização utiliza a função de agregar os activos subjacentes para integrar os activos da dívida com diferentes elementos, tais como devedores, indústrias, áreas geográficas, prazos de vencimento, taxas de juro e crédito, através da lei de grandes números e técnicas de reestruturação dos fluxos de caixa, formando activos da dívida com certa estabilidade e previsibilidade. Em segundo lugar, utilizando o atributo financeiro estruturado da securitização, podemos reorganizar os riscos e retornos dos pools de activos, utilizando o reforço do crédito, a reutilização de fundos ociosos e a estrutura de títulos sénior/subordinado, etc., e convertê-los em títulos para venda a investidores com preferências de risco diferentes, de modo a realizar as funções de descoberta de preços e de partilha de riscos da securitização; em terceiro lugar Em terceiro lugar, a divisão especializada do trabalho e as longas cadeias de securitização de créditos podem ser utilizadas para formar serviços profissionais e cooperação competitiva em due diligence de activos, gestão de activos, melhoria do crédito, notação de crédito e subscrição de títulos, fornecendo serviços financeiros de alta qualidade e baratos aos demandantes e aumentando a eficiência.

### **7.2.2 Características da Securitização de NPAs e as Deficiências de Aplicação do Modelo de Securitização de Activos de Crédito**

Embora os NPAs e os activos de crédito, como dois tipos de activos subjacentes, possam ambos ser titularizados para ajudar os bancos a alienar os seus activos patrimoniais e melhor cumprir os requisitos regulamentares de adequação de capital, as características especiais dos NPAs e o objectivo da securitização de se concentrar mais no risco de alienação extrapatrimonial do que no financiamento, determinam objectivamente que existem muitas diferenças entre os dois. Se os bancos simplesmente adoptarem o modelo de securitização de activos de crédito para fins operacionais, o resultado final será afectado.

A. Requisitos diferentes para os detentores de acções originais. Os NPAs requerem dados mais completos, mais detalhados e a longo prazo do histórico dos activos dos detentores originais de participações, e requerem também mais contributos e cooperação por parte dos bancos numa fase posterior. Se a situação creditícia dos NPAs pode ser esclarecida determinará directamente o preço de transferência dos activos e o sucesso ou fracasso da operação global da securitização.

B. O fluxo de caixa dos activos subjacentes é gerado de formas diferentes. Quando o devedor é exposto ao risco de crédito, a geração de fluxos de caixa dependerá principalmente da eficácia da recuperação da agência de cobrança e do resultado da alienação de garantias, que pode ser um aumento momentâneo ou uma quebra no fluxo, e os investidores são confrontados com o problema do reembolso antecipado, ao contrário da securitização de activos de crédito que depende principalmente do devedor solvente para reembolsar o capital e os juros a tempo, e a geração de fluxos de caixa tem uma regularidade de pulso.

C. Os métodos necessários para melhorar o crédito são diferentes. Os NPAs requerem um maior apoio ao crédito para eliminar a volatilidade do capital devido à recuperação instável do fluxo de caixa, para além da tranche de títulos sénior/subordinado e da fixação de uma elevada proporção de títulos subordinados para

reforço do crédito, que é a norma para o encapsulamento precoce de NPAs e a introdução de instituições de apoio à liquidez. O custo de operar uma securitização de activos de crédito é superior ao de uma securitização estável e previsível do fluxo de caixa, que é normalmente suportada apenas pelo fluxo de caixa dos activos, e muitas vezes apenas 5% dos títulos subordinados são risco retidos pelo banco cedente em resposta aos requisitos regulamentares.

D. Diferentes métodos de notação de crédito. Ao contrário dos activos de crédito normais, os NPAs são empréstimos inadimplentes e a classificação centra-se no montante de recuperação esperado e na distribuição do tempo de recuperação dos empréstimos, que são "difíceis de medir de uma perspectiva quantitativa e através de modelos" devido às diferentes razões para a deterioração do crédito e assimetria de informação. Na prática, dependendo do tipo de NPAs (públicos ou retalhistas), é necessário realizar uma amostra ou um inquérito de due diligence com base nos princípios de materialidade e representatividade, analisar os riscos da estrutura da transacção e adoptar o método de avaliação do fluxo de caixa correspondente.

E. Requisitos diferentes para os prestadores de serviços de bens. Ao contrário dos activos de crédito normais em que o prestador de serviços de crédito só precisa de supervisionar rotineiramente o contrato de dívida para desempenhar bem as suas funções, os NPAs dependem principalmente da liquidação do fluxo de caixa, que não se baseia na função de gestão programada do prestador de serviços de crédito, mas na capacidade de liquidar os NPAs, exigindo-lhe que despache recursos de todas as partes após ter assumido os NPAs, e que formule estratégias razoáveis para maximizar a liquidação. Trata-se de uma gestão desafiante, proactiva e especializada, que está longe da perícia de um banco no negócio do financiamento de capital, e é algo que só uma agência de cobranças profissional pode ter.

F. Diferentes parcelas de produtos de securitização e diferentes métodos de pagamento. A recuperação regular do fluxo de caixa dos activos de crédito proporciona aos SPV a flexibilidade necessária para reduzir o risco e a maturidade dos activos,

incorporar parcelas e conceber ABS sénior multi-layered e ABS subordinado de baixo rácio. A recuperação errática do fluxo de caixa dos NPAs leva os SPV a concentrarem-se em assegurar que o montante e o momento da recuperação do fluxo de caixa sejam apropriados para o reembolso do capital e dos juros do ABS. Por esta razão, existem frequentemente apenas duas parcelas de títulos sénior/subordinado, sem gestão especial de fluxos de caixa de activos ociosos, e estes são passados directamente aos investidores. Ao mesmo tempo, o ABS subordinado nas titularizações de NPAs tem o papel de absorver não só o risco de crédito do ABS sénior, mas também as perdas de risco de liquidez e de risco de mercado, que são muito superiores à convenção de securitização de activos de crédito de 5% e são mais onerosas.

G. Requisitos diferentes para os investidores. A securitização de activos de crédito é uma operação madura e o ABS de curto e médio prazo altamente cotado emitido pode muitas vezes atrair todos os tipos de investidores; enquanto a securitização de NPAs tem problemas como a recuperação instável do fluxo de caixa dos activos subjacentes e a assimetria de informação. Isto representa um sério desafio à disponibilidade de investidores a longo prazo nos mercados de capitais.

O actual piloto de securitização da NPA não vai além do modelo de securitização de activos de crédito, enfrentando os obstáculos comuns da securitização de activos de crédito e não combinando as diferenças acima mencionadas para conceber uma estrutura que melhor se adapte ao tipo de NPAs. Embora os NPAs sejam alienados através da securitização, pode tratar-se mais de trazer fundos externos para comprar NPAs em grandes quantidades, e confiar principalmente no crédito principal do banco e em mais concessões para atrair investidores, em vez de fazer pleno uso das funções de descoberta de preços e partilha de riscos da securitização para melhor recuperar o valor dos NPAs e alienar os riscos de forma mais eficaz. Neste processo, os bancos estão demasiado envolvidos na securitização de NPAs para assumirem obrigações e prestarem apoio implícito, o que, em geral, pode não ajudar os bancos a alienar os NPAs fora do balanço e enfraquecer o seu incentivo para continuar a securitização; enquanto a situação de subaproveitamento dos activos detidos principalmente por

investidores dentro do sistema bancário pode não satisfazer as expectativas dos reguladores em matéria de securitização e prevenir eficazmente os riscos sistémicos financeiros.

### **7.3 A Força Motriz para uma Securitização Bem-sucedida dos NPAs: Autonomia do Mercado vs. Apoio Governamental**

Com base na experiência estrangeira, a operação bem-sucedida de securitização de NPAs não pode ser alcançada sem o apoio adequado de um sistema jurídico maduro e de crédito estatal, tal como mencionado acima. A história da alienação de activos bancários não rentáveis na China também revela o envolvimento do Estado. Em vários casos, as empresas de gestão de activos que alienam NPAs ou que reestruturam os NPAs dos bancos receberam créditos estatais substanciais e concessões políticas que não estão disponíveis em aquisições comerciais de NPAs. Tomemos como exemplo o primeiro desinvestimento em grande escala de RMB1,4 triliões de NPAs por parte dos bancos a empresas de gestão de activos em 1999, as principais são:

A. Para além dos 10 mil milhões de yuan de capital atribuído a cada empresa pelo Ministério das Finanças, estão autorizados a emitir 820 mil milhões de yuan de obrigações financeiras a bancos comerciais como instituições financeiras, bem como 604,1 mil milhões de yuan de refinanciamento pelo Banco Central como fonte de financiamento para a aquisição de NPAs.

B. Em relação à aquisição e alienação de NPAs, reconhece-se que se o banco credor original publicar um aviso ou notificação da cessão de créditos num influente jornal nacional ou provincial, a sociedade de gestão de activos pode ser considerada como tendo cumprido a sua obrigação de notificar o devedor; estes avisos ou notificações de cessão de créditos com conteúdo de cobrança de dívidas podem ser utilizados como prova da interrupção da prescrição; depois de a sociedade de gestão de activos ceder um crédito garantido por uma hipoteca, pode adquirir o direito ao crédito em conformidade com a lei O registo da hipoteca original continuará a ser válido; o

tribunal reduzirá para metade as custas judiciais nos casos em que as sociedades de gestão de activos tratem de NPAs; as quatro principais sociedades de gestão de activos estão autorizadas a alienar activos através de securitização, transferência de dívida para capital, reestruturação de activos ou transferência de pacotes externos.

C. Os incentivos fiscais incluem a isenção do imposto comercial sobre os rendimentos de juros obtidos pelas sociedades de gestão de activos sobre NPAs, e a isenção do imposto de selo sobre contratos de alienação de NPAs por sociedades de gestão de activos. Muitas destas políticas e medidas preferenciais continuam a ser utilizadas actualmente e têm servido como uma forte garantia para a alienação de NPAs pelas quatro principais empresas de gestão de activos.

A securitização piloto de NPAs era um modelo totalmente autónomo do mercado, sem concessões ou facilidades concedidas pela entidade reguladora para além da aprovação da quota piloto e do exercício dos poderes de aprovação do projecto. Embora o piloto tenha adoptado o modelo operacional de securitização de activos de crédito e tenha sido emitido com sucesso após os detentores iniciais do capital, os bancos investiram muitos recursos e custos, mas, como acima mencionado, a formação de NPAs foi profundamente afectada pelas mudanças da política macro e houve uma necessidade urgente de acelerar a alienação. Em particular, a securitização de NPAs exige uma elevada proporção de títulos subordinados para melhorar a solvabilidade, e a CBRC exige que os bancos forneçam capital ponderado pelo risco em 12,5 vezes, o que limita a visão dos bancos de libertarem capital baseado no risco através da securitização e da melhoria da adequação do capital, inibindo ainda mais o seu incentivo para iniciar e investir na securitização de NPAs. A este respeito, é necessário explorar a questão do apoio estatal adequado às técnicas de securitização para a alienação de NPAs no seguimento do piloto.

## **8. Conclusão e Recomendações sobre a Alienação de NPAs na China**

### **8.1 Compreensão Adequada da Eficácia da Securitização na Alienação de NPAs e da sua Natureza Limitada**

Como acima mencionado, embora a tecnologia de securitização seja altamente compatível com a alienação de NPAs e possa ajudar os bancos a alienar NPAs em grande escala de uma só vez, convertê-los em títulos líquidos e vendê-los aos investidores, e obter uma contrapartida em dinheiro para embelezar os balanços dos bancos em tempo útil, a securitização não é uma "técnica de mancha dourada" para todos os fins e é limitada na ajuda aos reguladores. No entanto, a securitização não é uma "corrida ao ouro" de tamanho único e é limitada na sua capacidade de ajudar os reguladores e os bancos comerciais a atingir os seus objectivos de alienação de NPAs e, por conseguinte, limita a sua aplicação universal.

Em primeiro lugar, a securitização não elimina o risco de crédito dos NPAs, mas apenas aumenta a liquidez dos NPAs através do veículo de títulos e transfere o risco de crédito para investidores mais tolerantes ao risco no mercado de capitais; o sucesso deste processo está sujeito à participação de investidores sofisticados.

Em segundo lugar, a securitização proporciona a conveniência de dispor de NPAs após o facto, o que não constitui qualquer incentivo para os bancos melhorarem o seu padrão de crédito e melhorarem a sua operação prudente; pelo contrário, pode também criar riscos morais para os bancos e afrouxar os seus padrões de crédito devido à conveniência da transferência de risco. Por esta razão, os reguladores precisam de reforçar a supervisão prudencial dos bancos, defendendo ao mesmo tempo a utilização da securitização para dispor de NPAs.

Em terceiro lugar, a securitização é um instrumento financeiro complexo e apenas uma operação em larga escala que atingiu a maturidade pode reduzir os elevados custos

operacionais da securitização e alcançar bons benefícios económicos, enquanto uma operação de securitização em pequena ou pequena escala pode sobrecarregar os bancos ou fazê-los perder mais do que ganham. Por conseguinte, os bancos precisam de estar conscientes da lei da diminuição dos custos de securitização e ter uma mente aberta para construir um novo mecanismo de securitização de NPAs, a fim de quebrar a mentalidade conservadora e gerar mais motivação para participar em negócios de securitização.

Em quarto lugar, como instrumento financeiro de alto nível, a securitização tem requisitos mais elevados para que os bancos actuem como os detentores originais de NPAs de securitização. A assimetria de informação continua a ser a chave para o sucesso da securitização de NPAs. A possibilidade de tais bancos utilizarem a securitização para disporem de NPAs num curto período de tempo é limitada. Além disso, como tais deficiências estão intimamente relacionadas com as operações comerciais e processos de controlo interno do banco, se o banco não se ajustar eficazmente, cairá inevitavelmente no efeito de negociação e poderá permanecer fora do processo de securitização.

Em quinto lugar, a securitização é um instrumento financeiro baseado no crédito dos activos, e existem requisitos rigorosos para a selecção dos activos subjacentes. A partir da experiência internacional e nacional, os activos securitizáveis devem pelo menos cumprir: A. gerar fluxos de caixa previsíveis no futuro; B. ser homogéneos em termos de tipo de activo, características de crédito, maturidade e outros aspectos estruturais; e C. ser de origem diversa, especialmente com múltiplos devedores e uma ampla distribuição geográfica, a fim de facilitar a diversificação do risco.(Hong, 2004)

A diversidade do nosso sistema bancário, a complexidade do panorama de NPAs e o actual quadro legal podem afectar a selecção de NPAs adequados à securitização e limitar a sua aplicação universal, por outras palavras.

A. Se medido pelos requisitos de selecção de activos subjacentes, pode ser difícil para os bancos comerciais urbanos e os bancos comerciais rurais com forte desenvolvimento geográfico de negócios cumprir os requisitos em termos de dimensão e dispersão de NPAs, limitando assim estes dois tipos de bancos com elevados rácios de NPAs e necessidades urgentes de eliminação da utilização de técnicas de securitização.

B. Uma possível inovação é que o regulador permite que certos tipos de instituições adquiram NPAs a bancos comerciais urbanos e a bancos comerciais rurais para formar pools de activos para securitização, mas o modelo não é diferente da alienação de NPAs a empresas de gestão de activos e da realização de operações de securitização, deixando de ser as operações directas de securitização de NPAs realizadas por bancos mutuantes, tal como actualmente promovidas pela política; ao mesmo tempo, a partilha de bancos comerciais urbanos e bancos comerciais rurais com padrões e riscos de crédito diferentes O custo da consolidação da informação sobre activos e da coordenação com vários bancos pode ser muito mais elevado do que as receitas da securitização, o que pode não gerar juros de mercado.

C. Mesmo para que os bancos nacionais controlados pelo Estado e os bancos de acções comuns satisfaçam os requisitos do agrupamento de activos subjacentes, precisam de ter um mecanismo eficaz de extracção de activos elegíveis dos triliões de dólares de NPAs antes de poderem ser iniciados. Alguns bancos misturaram vários tipos de empréstimos de negócios pessoais, empréstimos à habitação pessoal ou empréstimos ao consumo pessoal nos seus projectos de securitização de empréstimos pessoais não rentáveis. Enquanto a abordagem mista ajuda a alavancar as diferentes taxas de recuperação dos diferentes tipos de activos para a complementaridade do crédito, melhorar a estabilidade global de recuperação do crédito e do fluxo de caixa do pool de activos e reduzir o investimento em outras medidas de reforço do crédito, exige que os diferentes tipos de activos tenham critérios de empréstimo convergentes e métodos de alienação e Contudo, requer uma convergência de critérios de empréstimo e disposição de diferentes classes de activos e a consideração de rácios mistos apropriados para se

conseguir poupança de custos e eficácia. Este modelo é ainda um território inexplorado para os bancos explorarem.

A abordagem actual à alienação de NPAs é diversificada e as técnicas de securitização enfrentam a concorrência dos pares e podem ser apenas a opção preferida para a alienação de certos tipos de NPAs. Durante muito tempo, os empréstimos não rentáveis ao público têm sido vendidos a granel a empresas de gestão de activos para eliminação, e o feedback das práticas-piloto de securitização não melhorou significativamente as taxas de recuperação em comparação com esta abordagem, e a sua função de emissão de valor não tem sido totalmente utilizada<sup>3</sup>. Dado que a securitização é mais complexa e dispendiosa de operar, e que a venda a uma empresa de gestão de activos pode ser uma solução única, existe incerteza na escolha da securitização para a alienação ao público de empréstimos improdutivos. Os empréstimos pessoais não rentáveis, que estão sujeitos às disposições das Medidas Administrativas para a Transferência em Massa de NPAs de Empresas Financeiras não podem ser transferidos para empresas de gestão de activos em massa, parecem ser os melhores alvos para a securitização? Contudo, se esses empréstimos forem garantidos por bens imobiliários, a taxa de recuperação não é normalmente baixa em antecipação de um mercado imobiliário em alta e os bancos retêm os activos para auto-recuperação, apenas os tipos de activos sem garantia, de pequeno montante, com um grande número de devedores dispersos e crédito em rápida deterioração após incumprimento - principalmente empréstimos ao consumo com cartão de crédito e outros empréstimos ao consumo Os únicos tipos de NPAs mais adequados à securitização são aqueles que não têm garantia, têm devedores pequenos e dispersos e deterioram-se rapidamente após o seu vencimento - principalmente empréstimos ao consumo com cartão de crédito e outros empréstimos ao consumo.

---

<sup>3</sup> 王隽, and 梅杰. "不良资产的证券化处置效用几何?(Qual é a eficácia da securitização da alienação de NPAs?)." 金融市场研究 .12(2016):80-84.

Em resumo, embora a securitização possa ajudar os bancos a alienar os NPAs em massa e a mitigar o "efeito picolé" dos NPAs de uma forma conforme, dadas as condições e os benefícios económicos necessários para implementar a securitização, a securitização pode ser apenas uma forma opcional de alguns bancos alienarem alguns NPAs, e não é universalmente aplicável ao sistema. Uma compreensão teórica da eficácia limitada da securitização na alienação de NPAs é um pré-requisito e uma base para a avaliação institucional, ajustamento político e promoção institucional.

## **8.2 A Operação Bem-sucedida de Securitização de NPAs Requer um Sistema de Apoio especial e de um Ambiente de Mercado**

A securitização de activos nasceu no mercado de capitais dos EUA em 1970 e é um instrumento financeiro de alto nível. A securitização de NPAs só começou a ser aplicada em 1991 com base na operação convencional de securitização de activos em geral, e o seu sucesso depende do sistema jurídico de apoio e do ambiente de mercado maduro. Embora a securitização piloto de NPAs tenha sido rapidamente implementada de forma baseada no mercado, utilizando o modelo de securitização de activos de crédito, a securitização de activos de crédito, que só foi reiniciada em 2014, está ainda na sua fase inicial e enfrenta algumas barreiras legais que ainda têm de ser resolvidas. É difícil fornecer melhores serviços de intermediação financeira, atracção de investidores e estruturas legais para as NPAs operacionalmente significativamente diferentes. Como resultado, a securitização piloto de NPAs tem sido feita à custa de mais papéis para os bancos mutuantes, mais garantias de crédito e mais custos. Este tipo de operação de amarrar os bancos para avançar, não só torna os bancos profundamente na lama da alienação de NPAs após muitos problemas, como também torna difícil para os investidores do mercado de capitais partilharem a festa da alienação de NPAs, e não dá pleno jogo à função de "entalhe de raiz" da tecnologia de securitização para melhor explorar o valor dos NPAs. É evidente que a tecnologia de securitização não explorou plenamente o valor dos NPAs. Por esta razão, é necessário fazer o seguinte trabalho com base na securitização de activos de crédito no futuro.

Da perspectiva de melhorar o apoio institucional, incluindo, mas não se limitando a:

Em primeiro lugar, o sistema de venda de NPAs dos bancos às empresas de gestão de activos deve ser aplicado igualmente aos bancos que confiam NPAs aos SPV, por exemplo, permitindo que os devedores sejam notificados da transferência de créditos através de aviso público e os devedores hipotecários registem alterações às suas hipotecas em massa. A eliminação de tal discriminação institucional pode ajudar a aumentar a certeza e reduzir o custo das operações de securitização, bem como a quebrar o monopólio unilateral das empresas de gestão de activos na aquisição de activos, e promover a securitização para competir com elas e explorar melhor o valor dos NPAs.

Em segundo lugar, é importante clarificar o posicionamento dos activos titularizados não rentáveis e promover a sua negociação no mercado de capitais, a fim de aumentar a liquidez e trazer investidores institucionais mais sofisticados. De acordo com os regulamentos, as NPAs são emitidas por instituições fiduciárias e representam a parte do SPV nos direitos dos beneficiários fiduciários, e são emitidas e negociadas no mercado nacional interbancário de obrigações. Actualmente, os ABS subordinados da securitização NPL são ilíquidos e ainda são detidos principalmente por empresas de gestão de activos e alguns fundos de private equity. Negociar numa bolsa de valores com melhor liquidez e investidores mais diversificados e sofisticados ajudará a aliviar as dificuldades e trará verdadeiramente fundos do mercado de capitais para dispor das NPL.

Em terceiro lugar, melhorar as regras de recolha e divulgação de informação para a securitização de NPAs. A assimetria de informação é um grande impedimento à eficácia das técnicas de securitização. Embora existam directrizes para a divulgação de informação sobre títulos garantidos por NPAs (para implementação experimental), estas são, na sua maioria, de natureza processual e esboçada; enquanto que os NPAs como conceito geral contêm uma variedade de tipos de activos, e existem diferenças óbvias nos activos correspondentes que caem em NPAs precisam de ser divulgados. Ao mesmo tempo, a securitização de NPAs está mais preocupada com a recolha de activos, a

alienação de garantias e a competência profissional do prestador do serviço de activos, que são características distintivas da securitização de activos de crédito que não estão claramente reflectidas nas directrizes de divulgação. Por conseguinte, é necessário melhorar o conteúdo da divulgação de informação com base nos activos de crédito normais do mesmo tipo e nas diferenças na investigação da due diligence, projecção do fluxo de caixa, concepção da estrutura da transacção e serviço do activo quando estes activos se encontram em perigo.

Da perspectiva de melhorar o ambiente do mercado. A longa cadeia de crédito da securitização reflecte a divisão profissional do trabalho e a cooperação eficiente entre os vários actores envolvidos; se um elo não funcionar bem, afectará a eficácia da sua alienação de NPAs. Para além da necessidade acima mencionada de os bancos mutuantes terem boas condições para iniciar a securitização, é necessário promover o desenvolvimento do seguinte ambiente de mercado no futuro:

Em primeiro lugar, é importante alimentar um grande número de instituições especializadas na alienação de NPAs e encorajá-las a agir como prestadores de serviços de securitização de activos. A eliminação eficiente de NPAs requer as competências de "raiz e ramo" das instituições profissionais. Actualmente, os bancos actuam principalmente como prestadores de serviços de activos, dispendo de NPAs através das suas equipas internas de cobrança ou através de parcerias subcontratadas. Isto não só afecta seriamente o negócio principal do banco e absorve muitos recursos humanos e materiais, como também pode não reflectir plenamente o profissionalismo e a rapidez da alienação de NPAs. Além disso, alguns NPAs que precisam de ser alienados através de reestruturação e outros meios não são adequados para serem conduzidos pelos bancos. Por conseguinte, é necessário alienar esta importante função, que determina o sucesso ou fracasso da securitização de NPAs, dos bancos mutuantes aos prestadores de serviços profissionais do mercado, embora este processo ainda exija a assistência e cooperação dos bancos.

Em segundo lugar, promover o consenso das agências de notação na avaliação dos NPAs e formar métodos e normas de notação aceites pela indústria.

Em terceiro lugar, cultivar mais investidores institucionais com apetite de risco diferente e orientá-los a investir em produtos de securitização de NPAs. O ABS subordinado das NPAs é um produto típico de alto risco e alto rendimento. No futuro, com base na redução gradual da assimetria de informação da securitização das NPAs, é necessário introduzir investidores institucionais com maior apetite de risco para ajudar a investir nestes títulos, de modo a aumentar a liquidez do mercado e resolver o problema de que o risco das NPAs permanece no sistema bancário.

### **8.3 A Securitização Necessita de um Forte Apoio Do Crédito Estatal para Desempenhar um Papel Eficaz na Alienação de NPAs**

A securitização piloto de NPAs adopta um modo de operação orientado para o mercado, que está de acordo com a lei do mercado de assumir riscos e é um meio eficaz para verificar o funcionamento arriscado dos bancos. A securitização dos NPAs liderada pelo mercado não será capaz de acompanhar o crescimento na escala dos NPAs, sendo provável que acumule mais riscos financeiros. Esta situação objectiva justifica o fornecimento de políticas públicas tais como crédito estatal/políticas/preferenciais/facilidades para ajudar os bancos a acelerar a eliminação de NPAs e a livrarem-se dos encargos operacionais para melhor servir o desenvolvimento económico. Por conseguinte, após resumir os problemas da securitização nacional de NPA e a experiência internacional de securitização de NPA, o Banco Central propôs que "um apoio governamental adequado é uma garantia importante para o êxito da eliminação de NPA através da securitização de NPA". Claro que, a fim de prevenir o risco moral dos agentes do mercado e evitar abusos de política pública, devem ser aplicados critérios claros e abertos com base numa abordagem orientada para o mercado, incluindo mas não se limitando a:

Em primeiro lugar, a autonomia dos bancos para amortizar os NPAs deve ser devidamente flexibilizada, de modo a facilitar a realização de operações de

securitização a preços atractivos e acelerar o processo de alienação quando não forem capazes de fornecer informações suficientes sobre os NPAs. Em condições de mercado, os bancos já não podem vender os seus NPAs pelo valor contabilístico e só podem seguir a prática internacional de utilizar o método de transferência com desconto. Também não está de acordo com a concepção da estrutura de securitização onde os bancos podem recuperar adequadamente os seus interesses em activos através da detenção de ABS subordinado, e não reflecte as vantagens institucionais da securitização na alienação de NPAs.

Em segundo lugar, os requisitos de capital baseados no risco para os bancos detentores de instrumentos de dívida subordinada deveriam ser adequadamente reduzidos para evitar que os bancos sejam sujeitos a requisitos de capital mais pesados para securitização, o que enfraqueceria o seu incentivo à securitização e ao investimento. Ao contrário da securitização de activos de crédito, que requer apenas 5% de retenção de risco, os projectos-piloto têm frequentemente 20% ou mais de ABS subordinado para melhorar o crédito e são na sua maioria detidos por instituições dentro do sistema bancário. Se o actual requisito de capital com base no risco de 12,5 vezes for aplicado, é provável que os bancos tenham de fornecer muito mais capital do que teriam se não tivessem procedido à securitização, o que os coloca em desvantagem em comparação com as empresas de gestão de activos que apenas precisam de fornecer 8 vezes. Por esta razão, é necessário alinhar com as normas das empresas de gestão de activos, ou não exceder o nível de pré-securitização dos bancos, o que for mais elevado, para reflectir as restrições apropriadas aos bancos.

Em terceiro lugar, os investidores que adquirem ASFL devem receber incentivos fiscais adequados para aumentar o entusiasmo do mercado pelo investimento. A securitização de NPAs exige que os investidores tenham uma maior capacidade de identificação e tolerância de risco devido à instabilidade da recuperação do fluxo de caixa, juntamente com a falta de liquidez dos produtos na fase inicial de desenvolvimento do mercado, pelo que é necessário dar uma maior compensação do risco de liquidez aos produtos, a fim de atrair investidores. Para este efeito, o imposto

sobre o rendimento das sociedades actualmente devido pelos investidores para a compra e negociação de títulos garantidos por activos em dificuldades poderia ser adequadamente reduzido para reduzir os custos operacionais dos emitentes e aumentar a atractividade dos produtos, o que é também uma forma comum do Estado ajudar ao desenvolvimento de certos tipos de mercados.

Em quarto lugar, num momento apropriado, o governo deve financiar parcialmente e atrair capital social para criar conjuntamente um fundo de alienação de NPAs ou um fundo de orientação com determinado apoio ao crédito nacional para participar na securitização de NPAs, e activar o mercado através da prestação de apoio à liquidez, serviços de reforço do crédito, investimento directo em títulos sénior ou subordinados, etc., para aumentar a confiança dos investidores e reduzir moderadamente o custo das operações de securitização e ajudar o processo de securitização de NPAs.



## BIBLIOGRAFIA

Bank of International Settlements, Report on Asset Securitization Incentives, <http://www.bis.org/publ/joint26.htm>, July 2011, p.1.

Cebenoyan, S. A., Strahan, P.E., Risk Management, Capital Structure and Lending at Banks. *Journal of Banking and Finance*, 2004, 28 (01): 19-43.

Cui Yuqing. "培育不良资产处置的市场化环境(Fomentar um ambiente baseado no mercado para a alienação de activos não rentáveis)". *The Banker* .08(2016):11-15.

Dell'Ariccia G, Igan D, Laeven L, Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market. *Journal of Money, Credit and Banking*, 2012, 44 (2-3): 367-384.

Gao Bei,e Zhang Ming". Alienação de NPAs e securitização de activos não rentáveis:experiência internacional e perspectivas para a China". *International Economic Review* .01(2018):124-142+7.

Hui (Hannah) Cao. *Asset Securitization: Is It a Resolution Option for China's Non-Performing Loans*. 28 Brook. J. Int'l L. 2002.

Hou Guangming, Shi Xiu,e Zhang Xu. "基于双向拍卖的资产证券化交易价格机制研究(Pesquisa sobre o Mecanismo de Preços das Operações de Securitização de Activos com Base em Leilões Bidireccionais)". *Teoria e Prática Financeira* .03(2017):20-25.

Hong, YanRong. *资产证券化的法律问题研究(Um Estudo dos Aspectos Legais da Securitização de Activos)*. Peking University, 2004.

Hong Yanrong. "重启资产证券化与我国的发展路径(Reiniciar a securitização de activos e o caminho de desenvolvimento da China)". *Securities Market Herald* .09(2011):4-13+23.

Jiangli W, Pritsker M&Paupach P, *Banking and Securitization*. FDIC Working Paper.2007.

Jacob, G. and E. M. Remolona, "Securitization in Asia and the Pacific: Implications for Liquidity and Credit Risks", *BIS Quarterly Review*, June, 2006.

Joseph C. Hu, *Asset Securitization, Theory and Practice*, John Wiley & Sons (Asia) Pte.Ltd.(2011), p.4.

Li Wenli & Weisheng."信贷资产证券化法理基础与法律控制——以不良资产处置为视角(A base jurídica e o controlo legal da titularização de activos de crédito - uma perspectiva sobre a alienação de activos não rentáveis)." *Journal of Law Application*.13(2017):47-54.

Li, Zhi. *资产证券化及其风险之化解(A Securitização de Activos e a Mitigação Dos Seus Riscos)*. Lixin Accounting Publishing House, 2013.

Lou Jianbo,E Liu Yan. "论信托型资产证券化的基本法律逻辑(Sobre a lógica jurídica básica da securitização de activos baseada na confiança)". *Journal of Peking University (Philosophy and Social Science Edition)* .04(2006):121-129.

Luo Yuhui,e Zhang Zhi. "中国银行业不良资产的长效防控策略——基于金融监管的视角(Estratégias de prevenção e controlo a longo prazo dos activos não rentáveis no sector bancário chinês - com base na perspectiva da supervisão financeira)". *Reforma do Sistema Económico* .01(2018):136-142.

Mascia B. and B. Bruno, "Credit Risk Transfer in U.S. Commercial Banks: What Changed During the 2007-2009 Crisis", *Journal of Banking and Finance*, 36(12): 3260-3272, 2012.

Mian A, Sufi A. The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2008, 124 (04): 1449 -1496.

Peng, Bing. *资产证券化的法律解释(Interpretação Jurídica Da Securitização de Activos)*. Peking University, 2001.

Rajan, R., Has Finance Made the World Riskier?. *European Financial Management*, 2006, 12(04): 499-533 .

Ronel Elul. Securitization and Mortgage Default. *Journal of Financial Services Research*.2016,49(2-3):281-309

Shin, H.S. Securitization and Financial Stability. *Economic Journal*, 2009, 119 (536): 309-332 .

Song Xiaoyan. "论资产证券化中“真实出售”的法律问题(Sobre as questões legais da "venda real" na securitização de activos)". *Journal of Shanghai University of Finance and Economics*.06 (2007): 47-54. doi:10.16538/j.cnki.jsufe.2007.06.013.

Steven L. Schwarcz. *the Alchemy of Asset Securitization*, 1 Stan. J. L. Bus. & Fin.(1994-1995):134.

Wang Liangliang."我国不良资产证券化的对外比较、纵向比较及模式探索: 金融理论与实践(Comparação externa, comparação vertical e exploração de modelos de

securitização de activos não rentáveis na China)". *Finance Theory and Practice* .07(2018):19-23.

Wang, Liangliang&Wang, Yue. "不良资产证券化的国际经验(Experiência internacional de securitização de NPAs)". *China Finance* .02(2020):69-70.

Wang, Y., Xia, H., Do Lenders Still Monitor When They Can Securitise Loans?. *Review of Financial Studies* , 2013 , 27 ( 08) : 2354 - 2391 .

Wang Gang & Wang Yanwei. "银行不良资产证券化:试点进展、存在问题与政策建议(Securitização bancária de activos não rentáveis: progresso piloto, problemas e recomendações políticas)". *China Banking* .02(2018):51-53.

Xu, Duoqi. 信贷资产证券化之现实冲突与法律整合(Realidades Contraditórias e Integração Legal Da Securitização de Activos de Crédito). *Law Press*, 2016.

Yang Ning & Zhang Xuelu."中国商业银行不良资产证券化现状(Situação actual da securitização dos NPAs dos bancos comerciais na China)." *Foreign Investment In China* .01(2021):73-75.

Yu, Fan & Lu. "不良贷款资产证券化的内涵、国际经验与我国商业银行实践(A conotação de securitização de activos de empréstimos não rentáveis, a experiência internacional e a prática dos bancos comerciais na China)". *New Finance Review* .03(2017):58-63.

Zhao, Yi. 中国国有商业银行不良资产的形成与处置资产管理公司经营的理论与实践(A Formação e Alienação de NPAs Dos Bancos Comerciais Do Estado Chinês: Teoria e Prática de Funcionamento de Empresas de Gestão de Bens). China Material Price Publishing House, 2001.

Zhao Zheng. "风险配置的内在冲突、信用风险转移市场的脆弱性与监管改进(O conflito inerente à atribuição de riscos, a fragilidade dos mercados de transferência de riscos de crédito e as melhorias regulamentares)". *Shanghai Finance* .08(2012):55-60+118.

Zhang, Yanfang. 金融资产证券化:法律问题与实证分析(Securitização Dos Activos Financeiros: Questões Jurídicas e Análise Empírica). *Law Press*, 2009.

Zhizhen Chena, Frank Hong Liua, Kwaku Oponga, Mingming Zhou. Short-term safety or long-term failure? Empirical evidence of the impact of securitization on bank risk. *Journal of International Money and Finance*. 72 (2017) 48–74.

## **JURISPRUDÊNCIA**

Thomas v. Credit-Based Asset Servicing and Securitization, LLC., 543 U.S.1092, 125 S.Ct.969, p.1.