



DIOGO COIMBRA CASQUEIRO
Mestre em Direito, Advogado e *Avocat*

Fundos de créditos e o Regulamento STS: um caso de sobreposição regulatória?

*Credit funds and the STS Regulation:
a case of regulatory overlap?*

RESUMO: Atendendo ao conceito de titularização adotado pelo Regulamento STS, algumas das operações típicas concluídas por fundos de créditos são passíveis de se subsumirem, conceito-formalmente, a esse mesmo conceito. O presente estudo – acolhendo uma postura metodológica assente em vetores axiológicos e teleológicos – debruça-se sobre a questão de saber se essa circunstância deverá determinar a aplicação do regime constante do Regulamento STS aos fundos de créditos (e suas entidades gestoras), não se olvidando – na procura de uma resposta – as consequências que uma tal aplicação originaria.

Palavras-chave: (i) titularização; (ii) fundos de créditos; (iii) OIAEs; (iv) AIFMD; (v) Regulamento STS

ABSTRACT: *When considering the concept of securitisation adopted by the STS Regulation, an important number of transactions typically concluded by credit funds is capable of meeting the formal and conceptual requirements to qualify thereunder. This paper – based on a methodological stance that emphasises axiological and teleological vectors – discusses whether, in such case, the regime comprised in the STS Regulation should apply to credit funds (or their managing entities), while also considering – in the search for a suitable answer – the consequences that such an application would bring about.*

Keywords: (i) *securitisation*; (ii) *credit funds*; (iii) *alternative investment funds*; (iv) *AIFMD*; (v) *STS Regulation*

SUMÁRIO: 1. Enquadramento: colocação do problema e sequência. 2. Breves notas sobre a caracterização dos fundos de créditos face ao sistema normativo português. 3. Regulamento STS e conceito de titularização: 3.1. O âmbito objetivo do Regulamento STS: da desnecessidade da emissão de valores mobiliários (*voir*, instrumentos financeiros) para a qualificação da operação; 3.2. O âmbito objetivo do Regulamento STS (segue): a necessidade da existência de tranches e o teste de dependência (*dependency test*). 4. OIAEs de créditos e operações de titularização: *out of the frying pan and into the fire?* 4.1. Breve referência a operações (socialmente) típicas concluídas por fundos de créditos; 4.2. Perspetiva sinéptica; 4.3. Perspetiva teleológica. 5. Conclusão: indas e vindas entre a AIFMD e o Regulamento STS.

1. Enquadramento: colocação do problema e sequência

Conquanto o Regulamento STS^{1/2} já tenha despoletado o interesse dos nossos comentaristas³, um ponto que, entre nós, continua por abordar e que assume não pouca relevância é o relativo ao conceito de *titularização* (*titrisation, securitisation*) proposto por esse instrumento legislativo e às consequências resultantes da utilização de tal conceito, nomeadamente quando considerado no contexto mais amplo da regulação financeira em geral e, particularmente, face a outros instrumentos legislativos europeus.

Assim: se é verdade que a apreensão exegética do regime (*maxime*, das obrigações) resultante do Regulamento STS se assume

¹ Regulamento (UE) 2017/2402 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de dezembro de 2017, que estabelece um regime geral para a titularização e cria um regime específico para a titularização simples, transparente e padronizada, conforme posteriormente alterado.

² “STS” porque se adota o acrónimo inglês (*simple, transparent and standardised*).

³ Veja-se Paula Gomes Freire, *A titularização simples, transparente e padronizada: o novo regime europeu*, em *O Novo Direito dos Valores Mobiliários – Vol. 2*, coord. Paulo Câmara, Almedina: Coimbra (2019), 15 e ss., e Alexandre Norinho de Oliveira, *O Regulamento das Titularizações e o Regulamento dos Prospetos: a aproximação do quadro regulatório aplicável a titularizações privadas e públicas?*, 3 RDFMC (2020). Acessível em <https://blook.pt/publications/fulltext/050b09546c23/> (consultado a 30 de junho de 2021), 193-224.

como matéria de extrema importância – porque apenas a familiarização com o mesmo permitirá o cumprimento de tais obrigações no contexto de operações concretas de titularização –, não menos o é que de igual ou maior importância se revela a compreensão do próprio conceito de “titularização” utilizado pelo Regulamento STS, e isto por inúmeras razões, das quais julgamos dever destacar três:

- (i) porque, no contexto de operações individualmente consideradas, será um elemento absolutamente crucial na fase da estruturação⁴;
- (ii) porque o conceito concretiza o âmbito material e pessoal das obrigações que enformam o regime constante do Regulamento STS^{5/6}; e
- (iii) porque a explicitação do conceito de “titularização” suscita a questão da eventual sobreposição deste instrumento legislativo e regulatório com outros, entre os quais se destacam, como se verá, os que dizem respeito aos organismos de investimento coletivo.

Neste texto, e considerando sobretudo o último ponto que se acabou de mencionar, propomo-nos dar resposta às seguintes questões: podem as operações habitualmente concluídas por fundos de créditos qualificar-se formalmente como “titularizações” no sentido do Regulamento STS? E, em caso afirmativo, será de aplicar a essas operações o respetivo regime?

⁴ De facto: deverão emitir-se uma ou mais “classes” de obrigações? E havendo mais que uma, deverá a *par conditio* ter plena aplicação em termos de reembolso e de pagamento de juros ou, pelo contrário, deverão alguns dos credores subordinar contratualmente os seus créditos aos créditos de outros? Ou ainda: até que ponto é necessário o envolvimento, na operação, da instituição de crédito que deu origem aos créditos titularizados? A resposta a todas estas questões (e outras) – que deverá ter lugar a montante da implementação – depende de se querer (ou não) que a operação se qualifique como “titularização” para efeitos do Regulamento STS. E, para isso, é necessária uma adequada compreensão do conceito.

⁵ Assim: existe ou não obrigação de retenção de risco? E, em caso afirmativo, sobre que entidade recai o cumprimento de tal obrigação?

⁶ No mesmo sentido, veja-se Norinho de Oliveira, *O Regulamento cit.*, 200.

A matéria é de grande relevância: em caso de resposta afirmativa, está em causa a aplicação, aos fundos de créditos, de um conjunto de obrigações cujo cumprimento gera custos de elevada monta e de variadas índoles (custos de documentação, de operação de estrutura, etc.).

No prosseguimento do objetivo referido, e após um breve enquadramento dos fundos de créditos face ao sistema normativo português, principiar-se-á pelo aprofundamento do conceito de titularização constante do Regulamento STS. Finda essa análise, passaremos em revista os principais tipos de operações em que participam fundos de créditos para determinar se essas operações, atentas as suas características típicas, se podem formalmente qualificar como titularizações. Antes de concluir, discutimos – lançando mão de elementos sinépicos e teleológicos – se a tais operações concluídas por fundos de créditos será de aplicar o regime constante do Regulamento STS.

2. Breves notas sobre a caracterização dos fundos de créditos face ao sistema normativo português

Os fundos de créditos caracterizam-se, fundamentalmente, pelo respetivo objeto⁷: com efeito, e tomando de empréstimo a noção apresentada por Tiago dos Santos Matias, dir-se-á que se trata de “fundos de investimento cujo objeto consiste, a título exclusivo ou principal, na concessão de crédito”⁸.

⁷ Tomado este no sentido de ativos elegíveis em que o fundo investe.

⁸ Tiago dos Santos Matias, *Fundos de créditos: a razão espanta o medo*, em *O Novo Direito dos Valores Mobiliários – Vol. 2*, coord. Paulo Câmara, Almedina: Coimbra (2019), 145. O autor, na esteira da ESMA, refere que essa concessão pode ter lugar mediante “origination”, “participation” ou “restructuring” – *idem, ibidem*. A mesma postura se encontra em Ana Nunes Teixeira/Rui Vasconcelos Pinto, *Os Loan Funds no ordenamento jurídico nacional: um novo veículo de financiamento alternativo ao crédito bancário em 3 RDFMC* (2020). Acessível em <https://blook.pt/publications/fulltext/87a86f91d0d9/> (consultado a 30 de junho de 2021), 227.

Quanto ao reconhecimento destes fundos no ordenamento interno, o ponto de partida foi o art. 88.º, n.º 1, da Diretiva UCITS⁹, de acordo com o qual as sociedades de investimento ou as sociedades gestoras¹⁰ (e depositários) que ajam por conta de fundos comuns de investimento “*não podem outorgar créditos ou dar garantias por conta de terceiros*”: a mesma proibição consta, em conformidade, dos arts. 149.º, n.º 1, e 175.º, n.º 4, alínea d), do RGOIC¹¹. A conformação dos fundos de créditos ficou por isso, face ao teor das referidas disposições, relegada para o domínio dos fundos alternativos de investimento (de ora em diante, “AIFs”)¹², o que se compreende se se relembra o princípio da residualidade que, quanto a estes, vigora (cfr. o art. 4.º, n.º 1, alínea a), da AIFMD¹³)^{14/15}.

E, de facto, a introdução no ordenamento jurídico pátrio dos fundos de créditos, por intermédio do DL 144/2019¹⁶ e do Regula-

⁹ Diretiva 2009/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 13 de julho de 2009, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários, conforme posteriormente alterada. Pela sua divulgação, utiliza-se a terminologia inglesa (UCITS) em vez da terminologia portuguesa (OICVM) para a designação deste instrumento.

¹⁰ Conforme o UCITS (OICVM) revista a forma contratual (fundo comum de investimento) ou “estatutária”/societária e, neste último caso, ainda conforme seja auto ou heterogerida – cfr. os arts. 1.º, n.º 3, e 2.º, n.º 1, alínea b), da Diretiva UCITS.

¹¹ Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo, aprovado pela Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro, conforme posteriormente republicado pelo Decreto-Lei n.º 144/2019, de 23 de setembro, e alterado.

¹² Uma vez mais, adota-se a terminologia inglesa: *Alternative Investment Funds*.

¹³ Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos, conforme posteriormente alterada.

¹⁴ Quanto à residualidade dos AIFs, *vide*, por todos, Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª ed., Almedina: Coimbra (2018), 885 e ss., em especial, 887 e 888.

¹⁵ No mesmo sentido se pronunciava a ESMA já em 2016 ao afirmar que “[l]oan origination by funds is in principle only possible for AIFs, as Article 88(1) of the UCITS Directive prohibits UCITS management companies and investment companies from granting loans or acting as guarantor on behalf of a common fund or third parties” – cfr. ESMA, *Opinion – Key principles for a European framework on loan origination by funds* (abril 2016). Acessível em https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-596_opinion_on_loan_origination.pdf (consultado a 30 de junho de 2021), 3. Veja-se ainda Matias, *Fundos cit.*, 146 e 147.

¹⁶ Decreto-Lei n.º 144/2019, de 23 de setembro.

mento CMVM 5/2020¹⁷, operou mediante a qualificação destes como “*organismos de investimento alternativo especializado*” (cfr. o art. 5.º-B, n.º 1, do RJCRESIE¹⁸) sob a designação comum de Organismos de Investimento Alternativo Especializado de créditos (de ora em diante, “**OIAEs de créditos**”), o que, nos termos do art. 5.º, n.º 2, do RJCRESIE, confirma o entendimento de que se trata de AIFs.

Sinteticamente, e entre nós¹⁹: (i) o investimento em créditos deverá erigir-se em *objeto principal, mas não exclusivo*, do OIAE de créditos (art. 9.º-B, n.ºs 1 e 3, do Regulamento CMVM 3/2015²⁰), podendo tal investimento ocorrer mediante originação ou participação (art. 5.º-B, n.º 4, do RJCRESIE, e art. 9.º-B, n.º 1, do Regulamento CMVM 3/2015); (ii) atento o carácter tendencialmente ilíquido dos ativos em que o OIAE de créditos investirá, este deverá ser *fechado* (art. 5.º, n.º 2, *ex vi* do art. 5.º-B, n.º 1, ambos do RJCRESIE)²¹; (iii) um OIAE de créditos apenas pode ser comercializado

¹⁷ Regulamento da CMVM n.º 5/2020, de 16 de abril de 2020.

¹⁸ Regime Jurídico do Capital de Risco, do Empreendedorismo Social e do Investimento Especializado, aprovado pela Lei n.º 18/2015, de 4 de março, conforme posteriormente alterado. O art. 5.º-B foi aditado ao RJCRESIE pelo art. 12.º do DL 144/2019.

¹⁹ Para maiores desenvolvimentos, vide Teixeira/Pinto, *Os Loan Funds* cit., 231 e ss.

²⁰ Regulamento da CMVM n.º 3/2015, de 3 de novembro de 2015, na versão republicada em anexo ao Regulamento CMVM 5/2020, conforme posteriormente alterado.

²¹ Importou-se a solução vigente na Alemanha, França e Itália, não se tendo aproveitado a oportunidade para lançar mão da possibilidade já indiciada pela ESMA de, desde que reunidas determinadas condições, oferecer o resgate das unidades aos investidores (como sucede já no domínio nos fundos europeus de investimento a longo prazo – ELTIF) – cfr. ESMA, *Opinion* cit., 5 e 6. Poderia ter-se olhado, por exemplo, para o caso do Luxemburgo (que, como se verá – cfr. nota 28 *infra* – é o maior mercado de fundos de investimento na Europa e o segundo maior do mundo), em que o regulador (a CSSF) veio especificamente afirmar que, mais relevante que determinar se o fundo é aberto ou fechado, os AIFs deverão assegurar-se de que dispõem de “proper organisational and governance- structures (processes and procedures), necessary expertise/experience in origination activity combined with appropriate technical and human resources, with a focus on credit and liquidity risk management (within an overall adequate risk management process), concentration and risk limitation, clear policies regarding assets and investors (e.g. loan and investor categories, avoidance of conflicts of interest), proper disclosure and transparency, amongst others”, afirmando ainda que, nesse contexto, competirá ao regulador analisar, em base casuística, se tais elementos foram devidamente ponderados pelo AIF e/ou pelo AIFM – cfr. CSSF, *Luxembourg Law of 12 July 2013 on alternative investment fund managers – FAQ* (junho

junto de investidores qualificados (art. 5.º, n.º 4, *ex vi* do art. 5.º-B, n.º 1, ambos do RJCRESIE)²²; (iv) a duração do OIAE de créditos deverá ser igual ou superior aos prazos de vencimento dos créditos em que o mesmo investe (art. 9.º-B, n.º 2, do Regulamento CMVM 3/2015); (v) um OIAE de créditos não pode ter como mutuários pessoas singulares, instituições de crédito, participantes diretos e indiretos no OIAE de créditos, a sua entidade gestora, o seu depositário e partes com relações estreitas com aqueles e outros organismos de investimento coletivo (art. 5.º-C, alínea b), do RJCRESIE); e (vi) um OIAE de créditos pode contrair empréstimos destinados à concessão de crédito (com duração não inferior à duração dos ativos que pretende financiar), até ao limite de 60% do respetivo ativo total (art. 5.º-D do RJCRESIE).

3. Regulamento STS e conceito de titularização

3.1. O âmbito objetivo do Regulamento STS: da desnecessidade da emissão de valores mobiliários (*voir, instruments financiers*) para a qualificação da operação

Para além das definições ou conceitos adotados pelas legislações domésticas de diversos Estados Membros²³, é habitual dizer-se que, economicamente, o termo *titularização* designa a operação

2021). Acessível em https://www.cssf.lu/wp-content/uploads/FAQ_AIFMD.pdf (consultado a 30 de junho de 2021), 79 e 80.

²² Opção também não isenta de críticas – cfr. Matias, *Fundos cit.*, 149 e 150. *Vide* nota anterior.

²³ Por exemplo, no Grão-Ducado do Luxemburgo, e de acordo com o art. 1.º, n.º 1, da lei luxemburguesa de 22 de março de 2004 relativa à titularização, a titularização é “*l’opération par laquelle un organisme de titrisation acquiert ou assume, directement ou par l’intermédiaire d’un autre organisme, les risques liés à des créances, à d’autres biens, ou à des engagements assumés par des tiers ou inhérents à tout ou partie des activités réalisées par des tiers en émettant des valeurs mobilières dont la valeur ou le rendement dépendent de ces risques*”. A noção faz apelo, por isso: (i) à qualidade do emitente – que deve ser um *organisme de titrisation*; (ii) à aquisição ou assunção de riscos; e (iii) à emissão de valores mobiliários cujo valor ou rendimento depende dos riscos (assumidos).

pela qual se transformam ou convertem ativos *ilíquidos* em ativos *líquidos*: por intermédio dela, logra-se a obtenção – no imediato ou a curto prazo – de fundos que resultam da colocação de instrumentos financeiros (*maxime*, valores mobiliários representativos de dívida²⁴) destinados a circular facilmente nos mercados de capitais. O reembolso das quantias devidas dependerá, depois, das receitas geradas pelos ativos subjacentes a esses instrumentos financeiros, os quais serão, eles próprios, pouco ou nada líquidos^{25/26}.

O que esse conceito (fundamentalmente económico) tem em comum com a generalidade dos conceitos de titularização (legais ou doutrinários) é o facto de fazer apelo à necessidade de emissão de valores mobiliários²⁷: vejamos-se o já mencionado art. 1.º, n.º 1, da

²⁴ Mas não exclusivamente: por exemplo, o Direito luxemburguês permite o financiamento da aquisição dos riscos mediante a emissão de valores mobiliários representativos de capital (i.e., participações sociais).

²⁵ Alexandre Quiquerez, *Droit et techniques internationales de la titrisation*, Larcier: Bruxelles (2018), 30.

²⁶ Parece-nos, por isso, redutora a noção apresentada por Paulo Câmara, para quem a operação consiste numa “transmissão de direitos aptos a gerar fluxos financeiros duradouros, com o objetivo de estes virem a servir de garantia a situações jurídicas representadas por valores mobiliários e que também compreende a emissão dos valores mobiliários cuja situação jurídica subjacente é reforçada através de garantia” – cfr. Câmara, *Manual cit.*, 348. Redutora porque: (i) desde logo, e estruturalmente, não há, na titularização sintética mediante a conclusão de derivados de crédito ou mediante a prestação de garantias, qualquer transmissão de direitos, mas, antes, a exposição económica a situações jurídicas mediante a conclusão de outros contratos; e (ii) quanto ao elemento finalístico, porque encara a operação apenas do ponto de vista do emitente (que dobra o direito dos investidores mediante a afetação das receitas dos ativos subjacentes ao reembolso dos montantes devidos ao abrigo dos valores emitidos) e dos investidores, descurando a posição do cedente (*originator*), parte cujos objetivos estão, na verdade e na esmagadora maioria das vezes, na origem da operação. Também Ana Perestrelo de Oliveira apresenta a titularização como envolvendo uma alienação de créditos – cfr. Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate Finance*, 2.ª ed., Almedina: Coimbra (2020), 176 – muito embora a autora indique, posteriormente, que a denominada titularização sintética não envolve qualquer transmissão do crédito em si (mas apenas do risco inerente ao mesmo), permanecendo este no balanço – Perestrelo de Oliveira, *Manual cit.*, 179.

²⁷ Sobre o conceito de valor mobiliário, em Portugal e além-fronteiras, e com amplas indicações, vide Câmara, *Manual cit.*, 104 e ss.; A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito*

lei luxemburguesa sobre titularização²⁸, as posições assumidas no seio do Parlamento Europeu²⁹, e, entre nós, o já referido conceito de Paulo Câmara ou, ainda, as lições de Calvão da Silva³⁰ e de Ana Perestrelo de Oliveira³¹.

O próprio Direito positivo pátrio, mau grado as soluções efetivamente consagradas no texto da lei quanto à qualificação da titularização, assumia a mesma postura de base, o que resultava do preâmbulo da versão inicial do RGTC³²: aí se descrevia a titularização de créditos como “*operações de transmissão de créditos com vista à subsequente emissão, pelas entidades adquirentes, de valores*

dos Valores Mobiliários, 2.^a ed., Almedina: Coimbra (2018), 138 e ss.; Guido Ferrarini/Paolo Giudici, *Transferable Securities and the Scope of the Prospectus Regulation: The Case of ICOs em Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, coord. Danny Busch/Guido Ferrarini/Jan Paul Franx, OUP: Oxford (2020), 129 e ss.

²⁸ De acordo com dados recentes, o Grão-Ducado do Luxemburgo é o Estado Membro com maior número de veículos de titularização constituídos (29% de todos os veículos a 31 de dezembro de 2019), responsáveis por emissões correspondentes a um total de 297 mil milhões de Euros de ativos (também a 31 de dezembro de 2019) – cfr. PWC, *Securitisation in Luxembourg – A comprehensive guide* (junho 2020). Acessível em <https://www.pwc.lu/en/securitisation.html> (consultado a 30 de junho de 2021), 13 e 14. O país é ainda o maior mercado de fundos de investimento na Europa e o segundo maior do mundo – cfr. EFAMA, *International Quarterly Statistics* (dezembro 2020). Acessível em https://www.alfi.lu/Alfi/media/Statistics/world/International_Statistical_Release_Q3_2020.pdf (consultado a 30 de junho de 2021), 4. Trata-se, pelo que antecede, de jurisdição cujas soluções não deverão ser ignoradas no aprofundamento do tema que nos ocupa.

²⁹ Vide Angelos Delivorias (European Parliamentary Research Service), *Understanding Securitisation: Background – benefits – risks* (outubro 2015). Acessível em https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2015/569017/EPRS_IDA%282015%29569017_EN.pdf (consultado a 30 de junho de 2021), 4. Aí se refere que a operação em causa envolve a utilização de ativos geradores de receitas para “issue securities and sell them in financial markets”.

³⁰ Que inclui “a emissão de títulos baseados e derivados desses créditos” entre as notas características do instituto – cfr. João Calvão da Silva, *Titularização de Créditos – Securitization: No coração da crise financeira global*, 3.^a ed., Almedina: Coimbra (2013), 7.

³¹ Perestrelo de Oliveira, *Manual cit.*, 176.

³² Regime Geral da Titularização de Créditos, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de novembro, conforme posteriormente alterado e republicado em anexo à Lei n.º 69/2019, de 28 de agosto.

mobiliários destinados ao financiamento das referidas operações” (negritos nossos)^{33/34}.

Pois bem: o Regulamento STS, veio alterar este estado de coisas ao definir titularização, no respetivo art. 2.º, alínea 1), como a *“operação ou mecanismo através do qual o risco de crédito associado a uma posição ou a um conjunto de posições em risco é dividido em tranches, e que apresenta todas as seguintes características: a) Os pagamentos relativos à operação ou ao mecanismo dependem dos resultados obtidos pela posição ou pelo conjunto de posições em risco; b) A subordinação das tranches determina a distribuição das perdas durante o período de vigência da operação ou do mecanismo; c) A operação ou mecanismo não cria posições em risco que possuam todas as características enumeradas no artigo 147.º, n.º 8, do Regulamento (UE) n.º 575/2013”*.

³³ A qualificação da operação era, no entanto, e afinal, feita pela qualidade do cessionário – cfr. o art. 1.º, n.º 2, da versão original do RGTC. A postura do Direito nacional alterou-se radicalmente com a execução, no ordenamento interno, do Regulamento STS, levada a cabo pela Lei n.º 69/2019, de 28 de agosto, e que procedeu à republicação do RGTC – cfr. a redação atual do respetivo art. 1.º, n.º 3.

³⁴ Diga-se no entanto, em abono da integridade da exposição, que a emissão de valores mobiliários, embora usual, não reveste caráter necessário para que de titularização se possa falar. Assim, Philip Wood admitia, já há largos anos, titularizações com recurso a mútuos bancários como forma de financiamento – cfr. Philip Wood, *The Law and Practice of International Finance Series Vol. VII: Project Finance, Securitisations and Subordinated Debt*, 2.ª ed., Sweet & Maxwell: Londres (2007), 111. Também o Banco Central Europeu admitia já em 2012 que a atividade de emissão exigida pelo conceito de titularização pudesse ser satisfeita mediante a “emissão” de mútuos bilaterais, distribuídos através de oferta privada – cfr. BCE, *Guidance Note on the definition of ‘Financial Vehicle Corporation’ and ‘Securitisation’ under Regulation ECB/2008/30* (fevereiro 2012). Acessível em <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/4a29b16c-d51e-40e6-8ef1-3e7d9156ac86> (consultado a 30 de junho de 2021), 2. Deverá notar-se, no entanto, que esta posição era adotada para efeitos, e no âmbito, do Regulamento (CE) 24/2009 do Banco Central Europeu, de 19 de dezembro de 2008, relativo às estatísticas dos ativos e passivos de sociedades de titularização envolvidas em operações de titularização (BCE/2008/30). Significa isto que os conceitos nele utilizados (e a interpretação deles feita) eram empregues para fins específicos: a determinação do universo de entidades relativo ao qual eram estabelecidas determinadas obrigações de reporte. O respaldo em tal argumento para fins diversos deve aceitar-se, por isso, com as devidas cautelas.

Portanto, e contrariamente à tendência que acima referimos, não se faz já qualquer menção à necessidade de emissão de valores mobiliários pelo cessionário (ou veículo emitente)³⁵. Antes, como traços característicos de uma operação de titularização, surgem agora³⁶ os seguintes elementos: (i) a presença de risco de crédito nos ativos subjacentes, que dá lugar às exposições (“*posições em risco*”, no dizer do Regulamento); (ii) a divisão do referido risco de crédito em tranches; (iii) a dependência dos pagamentos devidos ao abrigo da transação relativamente ao desempenho das exposições (posições em risco); e (iv) a ordem pela qual se distribuem as perdas inerentes às exposições (e se efetuam os pagamentos) durante a vigência da transação é determinada pela subordinação das tranches³⁷.

³⁵ Quando a lei permita (ou não proíba, pelo menos) que haja uma dissociação entre cessionário dos créditos titularizados e veículo emitente, como sucede, por exemplo, no Luxemburgo – cfr. o art. 1.º, n.º 1, da lei luxemburguesa de 22 de março de 2004 relativa à titularização.

³⁶ Certo: na sua proposta de regulamento, a Comissão Europeia (de ora em diante, a “CE”) assume que a definição de titularização constante do Regulamento STS transita, *grosso modo*, do Regulamento (UE) 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de junho de 2013 relativo aos requisitos prudenciais para as instituições de crédito e para as empresas de investimento, conforme alterado (de ora em diante, o “CRR”) – cfr. CE, *Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que estabelece regras comuns para a titularização e cria um quadro europeu para a titularização simples, transparente e normalizada* (30 de setembro de 2015) (2015/0226 (COD)). Acessível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015PC0472&from=EN> (consultado a 30 de junho de 2021), 14. Mas a mesma CE, a propósito do CRR, referia que “[i]t is important that the misalignment between the interest of undertakings that **‘re-package’ loans into tradeable securities and other financial instruments (...)**” (negrito nosso) – cfr. CE, *Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo a requisitos prudenciais aplicáveis às instituições de crédito e às empresas de investimento* (20 de julho de 2011) (2011/0202 COD). Acessível em https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:dee50ebf-a027-4525-b2b1-af081c7873e5.0001.02/DOC_6&format=PDF (consultado a 30 de junho de 2021), 22. O que significa que também a CE encarava as operações de titularização como implicando a emissão de valores mobiliários.

³⁷ O conceito de titularização é ainda delimitado negativamente pela desqualificação de operações que criem exposições com as características enumeradas no art. 147.º, n.º 8, do CRR, ainda que estas reúnam todos os requisitos substanciais postos pelo art. 2.º, alínea 1), do Regulamento STS – estão em causa as denominadas exposições (posições em risco) a empréstimos especializados, i.e., a entidades criadas especificamente para financiar ou gerir ativos físicos.

Dito de outro modo: o instrumento eleito pela SSPE³⁸ para financiar a aquisição das exposições (ou para financiar os pagamentos ao abrigo do instrumento pelo qual a SSPE fica exposta às posições em risco) é indiferente para a caracterização de uma operação como sendo de titularização no sentido do Regulamento STS.

Trata-se de uma opção intencional, o que se retira do Considerando (6) do Regulamento STS: julgou-se “*necessária uma definição clara e **abrangente***” (negrito nosso) e que, independentemente de como a SSPE se financie, “*englobe **qualquer** operação ou mecanismo em que o risco de crédito associado a uma posição ou conjunto de posições em risco seja **dividido em tranches***”³⁹ (negritos nossos).

E assim – aqui está a novidade face aos moldes em que, no Direito pátrio, nos habituámos a conceber a titularização –, uma entidade que financie a aquisição de um conjunto de exposições mediante, por exemplo, um mútuo bancário, poderá eventualmente cair no âmbito de aplicação da definição de “titularização” constante do art. 2.º, alínea 1), do Regulamento STS (e, por conseguinte, do respetivo regime), desde que presentes os elementos elencados *supra*.

3.2. O âmbito objetivo do Regulamento STS (segue): a necessidade da existência de tranches e o teste de dependência (*dependency test*)

A completar a análise do conceito de titularização utilizado pelo Regulamento STS, cumpre ainda reter que o Regulamento STS exige, para que de titularização se possa falar, que o risco de crédito seja dividido em *tranches*⁴⁰.

³⁸ *Securitisation Special Purpose Entity*, o equivalente em inglês de “EOET” (entidade com objeto específico de titularização) – cfr. o art. 2.º, alínea 2), do Regulamento STS.

³⁹ Quanto ao valor interpretativo dos Considerandos, veja-se TJUE, Caso C-412/93, *Leclerc-Siplec v TF1 Publicité and M6 Publicité*, de 9 de fevereiro de 1995. Acessível em <https://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?text=&docid=99326&pageIndex=0&doclang=en&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=10980740> (consultado a 30 de junho de 2021), I-222, §§ 45 a 47.

⁴⁰ Referindo-se ao conceito de titularização que constava do CRR (e que, como se sabe, transitou para o Regulamento STS), veja-se, no mesmo sentido, Quiquerez, *Droit et tech-*

O Regulamento STS especifica que, por *tranche*, se deverá entender (i) um segmento *contratualmente estabelecido* do risco de crédito associado às exposições, (ii) em que a posição em tal segmento comporta um risco de perda do crédito superior ou inferior ao de outra posição de igual montante noutra segmento – art. 2.º, alínea 6), do Regulamento STS. A mesma disposição precisa ainda que, para efeitos de aferição do risco de perda do crédito associado a cada segmento, deverão ser desconsideradas quaisquer proteções creditícias prestadas por terceiros aos detentores de posições em quaisquer dos segmentos.

Sendo certo que a existência de *tranches* era vista, pela prática, como uma característica comum ou habitual das operações de titularização⁴¹, a verdade é que a “*tranchização*” não é endémica ou, mesmo, conatural a este tipo de operações. E isto porque:

- (i) não era necessário, tradicionalmente, que o risco de crédito fosse segmentado em *tranches* para que se pudesse falar de titularização: por exemplo, o já referido art. 1.º, n.º 1, da lei luxemburguesa sobre titularização, não exige (ainda hoje) a existência de uma segmentação do risco que determine a ordem dos pagamentos (*payments’ waterfall*) ao longo da estrutura e o mesmo se diga, no Direito pátrio, da redação inicial do RGTC⁴²; e

niques cit., 41, aí se afirmando: “[c]ependant, elle ne prend en compte que les opérations de titrisation multi-tranches”.

⁴¹ No mesmo sentido, Perestrelo de Oliveira, *Manual* cit., 176.

⁴² A matéria pareceria, pelo menos face à letra da lei, ter-se alterado no panorama português, uma vez que o art. 1.º, n.º 3, do RGTC prevê (nas suas diversas alíneas) um conjunto de operações incluídas no conceito de titularização de créditos exigindo, no entanto, que uma operação de titularização (em qualquer caso e seja qual for a modalidade) reúna as características exigidas pela definição de titularização no Regulamento STS, i.e., e entre as demais, a existência de *tranches*. No entanto, a CMVM veio esclarecer, no domínio do Direito interno, que “estão fora do âmbito de aplicação da definição de titularização do Regulamento da Titularização [do Regulamento STS] – e, por isso, sujeitas apenas ao RGTC – as operações de titularização com uma única *tranche*” – cfr. CMVM, *Perguntas e Respostas sobre Regulamento (EU) da Titularização* (28 de outubro de 2019). Acessível

- (ii) um vasto leque de outras operações (que não de titularização, no sentido tradicional do termo) utiliza mecanismos (contratuais ou não) de segmentação de risco. Pense-se, por exemplo, em operações (bancárias) de *leveraged finance*⁴³ em que a dívida proveniente de sócios diretos ou indiretos (ou mesmo dívida externa⁴⁴) é subordinada à de credores externos, subordinação que pode advir da própria estrutura⁴⁵ ou da existência de contratos de subordinação ou de contratos intercredores (*intercreditor agreements*)⁴⁶.

Da definição de tranche constante do Regulamento STS podem logo retirar-se precisões quanto ao que esta não abrange. Assim:

em https://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/Faq/Pages/faq_reg_ue_titularizacao.aspx (consultado a 30 de junho de 2021).

⁴³ Expressão que, *grosso modo* e sem grandes preocupações de rigor classificatório face a critérios científicos, é utilizada para designar operações que envolvem a constituição de SPVs para deter investimentos e (frequentemente) a dívida contraída para a aquisição dos mesmos, de forma a evitar riscos de contágio entre diferentes investimentos (in)diretamente detidos pelo mesmo grupo. Estão em causa, por isso, entidades com grandes níveis de alavancagem e sem grande ou nenhuma história de crédito. São operações típicas dos financiamentos concedidos a grupos de *private equity* e, por isso, especialmente relevantes no mundo dos AIFs. Sobre estes, *vide* Philip Wood, *The Law and Practice of International Finance Series Vol. III: International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions*, 2.^a ed., Sweet & Maxwell: Londres (2007), 21 e ss.

⁴⁴ Os denominados *PIK creditors*, *mezzanine creditors* ou *junior creditors*.

⁴⁵ A chamada subordinação estrutural (*structural subordination*), em que (abstraindo de garantias) credores cujo crédito tem um “ponto de entrada” (i.e., tem um mutuário) com posição superior na estrutura estão subordinados aos credores cujo “ponto de entrada” (i.e., cujo mutuário) está numa posição inferior. E isto porque – salvo se a entidade com posição superior na estrutura social tiver, ela própria, uma atividade económica geradora de *cash flows* que lhe permita reembolsar o mútuo (o que, tipicamente, não é o caso) – a capacidade dessa entidade de reembolsar o mútuo está dependente da distribuição de dividendos pelas suas filiais o que, face ao sistema normativo societário português (e, tendencialmente, face aos termos dos próprios documentos do financiamento sénior), apenas pode ocorrer se a sociedade dispuser de fundos distribuíveis depois de pagos os créditos vencidos durante o exercício em causa, i.e., depois de a filial ter, ela própria, reembolsado as quantias devidas ao abrigo de financiamento que lhe tenha sido concedido. Sobre o ponto, *vide* Wood, *The Law III* cit., 16 e ss.

⁴⁶ Sobre a subordinação em geral, *vide* Wood, *The Law VII* cit., 177 e ss.

- (i) a subordinação de instrumentos representativos de capital (*equity*) – como sejam ações ou unidades de participação – a instrumentos representativos de dívida (caso das obrigações) não deverá bastar para que se possa concluir pela existência de segmentação do risco de crédito: a subordinação advém, neste caso, do próprio sistema normativo português e não é, por isso, de natureza contratual⁴⁷;
- (ii) a subordinação adveniente da própria estrutura à qual é(são) concedido(s) o(s) financiamento(s) (a denominada subordinação estrutural – *vide* nota de rodapé 45) também não deverá ser suficiente para que se possa falar de segmentação do risco de crédito em tranches. Com efeito: também nesta hipótese falta a natureza contratual exigida pelo art. 2.º, alínea 6), do Regulamento STS, resultando a subordinação da normal operação das normas constituintes do sistema normativo luso; e
- (iii) a existência de contratos de subordinação ou de contratos intercredores (*intercreditor agreements*) poderá também não ser suficiente para se concluir pela existência de tranches. Com efeito: ainda que, em tais casos, esteja satisfeito o requisito relativo à natureza contratual da segmentação, se as disposições contratuais de subordinação vincularem credores cujos riscos de crédito dependem do desempenho de ativos diversos, não estão em causa “segmentos do [mesmo] risco de crédito”, como exige art. 2.º, alínea 6), do Regulamento STS, mas, pura e simplesmente, riscos de créditos distintos. Assim, e por exemplo: se (a) o credor A mutuar um milhão de euros ao fundo B e este utilizar os fundos mutuados para adquirir uma carteira de créditos ao banco C (dependendo o reembolso do mútuo do desempenho da referida carteira); (b) o mesmo fundo B contrair segundo empréstimo junto do credor D para efeitos de aquisição de

⁴⁷ No mesmo sentido, veja-se Vassilian Zanev/Natalja Taillefer, *The Securitisation Regulation and Alternative Investment Funds: Friends or Foes?* Acessível em https://www.loyensloeff.com/media/478427/sec20_chapter-5_loyens-loeff.pdf (consultado a 30 de junho de 2021), 25.

outra carteira de créditos ao banco E (dependendo o reembolso do mútuo do desempenho da referida carteira); e (c) os credores A e D convencionarem, entre si e com o fundo B, que o pagamento ao credor D não terá lugar enquanto o crédito do credor A não se encontre integralmente satisfeito, um tal contrato não deverá bastar para que se possa concluir pela existência de uma tranche: não estão em causa segmentos do mesmo risco de crédito, mas riscos de crédito distintos.

Para além do que vem de se referir, cumpre ainda notar que, para que de tranches e, na realidade, de titularização (no sentido do Regulamento STS) se possa falar, é necessário que a divisão em tranches se reporte a *risco de crédito* associado a posições em risco⁴⁸. Onde essa divisão em tranches não dependa do risco de crédito associado a exposições subjacentes, mas, por exemplo, ao risco da atividade social (como um todo) de contrapartes, também não haverá tranche e, na verdade, titularização no sentido do art. 2.º, alínea 1), do Regulamento STS.

Um passo mais: resulta implicitamente da definição de tranche⁴⁹ e, expressamente, do conceito de titularização⁵⁰ que, para além da existência de tranches e da presença de ativos subjacentes

⁴⁸ A versão inglesa do Regulamento STS é mais feliz a este respeito ao referir-se à circunstância de se tratar de uma operação em que “*credit risk associated with an exposure or a pool of exposures is tranchéd*”, o mesmo se podendo dizer da versão francesa (“*le risque de crédit associé à une exposition ou à un panier d’expositions est subdivisé en tranches*”) e, sobretudo, da versão alemã que se refere a “*durch die das mit einer Risikoposition oder einem Pool von Risikopositionen verbundene Kreditrisiko in Tranchen unterteilt wird*”. Em todas estas versões originais se esclarece que o que é dividido em tranches é o *risco de crédito* associado a uma ou mais *exposições* (ao invés de *posições em risco*, termo utilizado no original em Português).

⁴⁹ O que se extrai das expressões “*segmento do risco de crédito (...) associado a uma posição (...) em risco*” (negrito nosso) e “*em que a posição nesse segmento implica um risco de perda de crédito*” (negritos nossos) – cfr. o art. 2.º, alínea 6), do Regulamento STS.

⁵⁰ Com efeito, o art. 2.º, alínea 1), subalínea a), do Regulamento STS, refere que os “*pagamentos relativos à operação ou ao mecanismo dependem dos resultados obtidos pela posição ou conjunto de posições em risco*”.

com risco de crédito, é ainda necessário que se encontre satisfeito o teste de dependência (*dependency test*), i.e.: que exista uma correlação direta entre os pagamentos efetuados (a efetuar) pelos devedores ao abrigo das exposições subjacentes e os pagamentos a efetuar pela entidade de titularização aos investidores na operação ou, noutras palavras, que os pagamento relativos à operação (i.e., devidos aos investidores) ***dependam*** dos resultados obtidos pela exposição subjacente – art. 2.º, alínea 1), subalínea a), do Regulamento STS.

4. OIAEs de créditos e operações de titularização: *out of the frying pan and into the fire*?

Enquadrados brevemente os OIAEs de créditos face ao Direito interno e expostas algumas ideias gerais sobre o conceito de titularização constante do Regulamento STS, cumpre agora indagar se as operações habitualmente concluídas por OIAEs de créditos podem, formalmente, qualificar-se como titularizações ao abrigo do Regulamento STS e, em caso afirmativo, se deve ou não aplicar-se o regime que decorre da verificação dos requisitos constantes de tal conceito.

A esse exercício se procede agora, analisando-se, primeiro, as operações comumente concluídas por OIAEs de créditos.

4.1. Breve referência a operações (socialmente) típicas concluídas por fundos de créditos

Vimos *supra* que os OIAEs de créditos, tal como consagrados no sistema interno português, são OIAEs cujo património deverá ser maioritariamente constituído por créditos (art. 9.º-B, n.ºs 1 e 3, do Regulamento CMVM 3/2015) e que um OIAE de créditos pode contrair empréstimos destinados à concessão de crédito (até ao limite de 60% do respetivo ativo total) (art. 5.º-D do RJCRESE).

Pois bem: atendendo à configuração do sistema português relativo aos OIAEs de créditos, pode dar-se o caso de se verificarem formalmente, relativamente ao OIAE de créditos, os elementos caracterizadores de uma titularização, no sentido do Regulamento

STS. Bastará para o efeito, e como se viu, que: (i) seja concedido crédito ao OIAE de créditos; (ii) o crédito concedido tenha mais que um credor (ou, tendo apenas um, esse credor detenha tranches diferentes⁵¹); (iii) haja uma ordem de prioridade de pagamentos, estabelecida contratualmente, que determine qual dos credores é pago em primeiro lugar e qual(is) o(s) credor(es) que, em caso de incumprimento, sofrerá(ão) a “primeira perda” (*first loss piece*); e (iv) o reembolso do crédito dependa do desempenho dos ativos em que o OIAE de créditos invista os montantes mutuados, ativos esses que deverão estar sujeitos a risco de crédito.

Posto isto, as operações de financiamento de fundos (*fund financing*)⁵² assumem certas configurações habituais, que passamos a referir:

- (i) contratos de facilidades de crédito garantidas por compromissos dos investidores (*capital call facilities* ou *subscription line facilities*): uma forma de financiamento caracterizada por, tipicamente, envolver a prestação, pelo fundo-mutuário, de garantias sobre o crédito detido por este sobre os investidores e consistente no direito de exigir pagamento do montante da subscrição ainda não efetiva (*capital call*)⁵³;

⁵¹ De facto, nada na redação do art. 2.º, alíneas 1) e 6), do Regulamento STS, permite concluir que, para que uma operação se qualifique como titularização, sejam necessários múltiplos credores. Exige-se apenas que o risco de crédito seja dividido em tranches com prioridades de pagamento distintas, podendo tais tranches, no entanto, ser detidas pela mesma entidade (hipótese que, apesar de tudo, será menos frequente quando se contraia dívida com níveis de prioridade distintos).

⁵² Expressão que habitualmente se emprega para designar o mercado e as operações (socialmente) típicas pelas quais se financiam fundos de investimento.

⁵³ O propósito do financiamento é, usualmente, suprir necessidades financeiras do fundo de curto prazo, i.e., até que as subscrições dos investidores se tornem efetivas nos termos dos documentos de subscrição. São, por isso, produtos habitualmente solicitados pelos fundos na fase inicial do respetivo ciclo de vida, quando o montante das subscrições ainda não efetivas é mais elevado e quando os investimentos que constituem o património do fundo são, ora inexistentes, ora demasiado limitados para satisfazerem os requisitos dos credores quanto a garantias solicitadas do fundo-mutuário.

- (ii) contratos de facilidades de crédito garantidas pelo valor patrimonial líquido (*NAV or asset-backed facilities*): uma forma de financiamento caracterizada por, tipicamente, envolver a prestação, pelo fundo-mutuário, de garantias sobre os *cash flows* e distribuições gerados pelos investimentos que constituem o património do fundo^{54/55}; e
- (iii) contratos de facilidades de crédito híbridas (*hybrid facilities*): uma forma de financiamento que combina elementos das duas categorias anteriores e que envolve, tipicamente, a prestação de garantias pelo fundo sobre (a) os *uncalled capital commitments* (à semelhança dos *capital call facilities*); e (b) os *cash flows* gerados pelos investimentos do fundo (à semelhança dos *NAV facilities*).

Atentas as três categorias que acabamos de referir, e atendendo a que, nos *capital call facilities*, o direito de reembolso do mutuante depende das subscrições não-efetivas dos investidores – e não do desempenho de um conjunto de exposições com risco de crédito (i.e., do desempenho de uma carteira de créditos) –, pode retirar-se a conclusão de que tais operações não serão suscetíveis de satisfazer os requisitos mencionados *supra* para a qualificação de uma operação como de titularização (no sentido do Regulamento STS): não se encontra, em tais produtos, satisfeito o *dependency test* (ainda que, por hipótese, o mútuo concedido ao fundo contivesse disposições contratuais que estabelecessem uma prioridade de pagamentos)⁵⁶.

O mesmo se deverá dizer da terceira categoria: a garantia (geral) do mutuante, ou a capacidade de reembolso do fundo, dependem, não (apenas) do desempenho de uma carteira de créditos, mas

⁵⁴ Trata-se de operações que envolvem, geralmente, a prestação de garantias (na maioria das vezes, na forma de penhores) sobre todos os ativos relevantes do investimento. Poderão estar em causa, entre outros, participações na sociedade através da qual é detido o investimento, saldos de contas bancárias, contratos, etc.

⁵⁵ Em regra, trata-se de uma forma de financiamento vocacionada para as fases finais do ciclo de vida do fundo, quando o montante das subscrições ainda não efetivas é mais reduzido (ou mesmo inexistente).

⁵⁶ No mesmo sentido, Zanev/Taillefer, *The Securitisation* cit., 25.

ainda do efetivar de subscrições pelos investidores no fundo: também no caso dos *hybrid facilities*, por isso, não se encontra satisfeito o *dependency test*.

A questão apenas se levantará, de facto, quanto à segunda categoria uma vez que, no caso dos OIAEs de créditos, os investimentos que garantem o reembolso do mútuo concedido ao fundo e que constituem o património do fundo correspondem a uma carteira de créditos. Poderá estar satisfeito neste caso, por isso e em princípio, o *dependency test*⁵⁷. Se assim for, é concebível em tal caso que se esteja, formalmente, perante uma operação de titularização (no sentido do Regulamento STS), desde que – naturalmente – se encontrem satisfeitos os demais requisitos exigidos por esse conceito. Se esses requisitos se verificam ou não é matéria que deverá ser averiguada caso a caso, dependendo de como cada produto é estruturado.

É, portanto, perante tais casos que fará sentido equacionar a segunda questão formulada no início deste estudo: deverá aplicar-se, a essas operações concluídas por OIAEs de créditos, o regime decorrente do Regulamento STS? A essa questão procuraremos agora começar a dar resposta, discutindo a matéria em face de elementos sinépicos e teleológicos.

4.2. Perspetiva sinéptica

Como lembra a doutrina pátria mais autorizada, no abandono dos esquemas conceito-subsuntivos e no aceitar de que a realização do Direito pressupõe um procedimento de efetivação constitutivo e unitário (a espiral hermenêutica)⁵⁸, a reconfiguração do processo de

⁵⁷ A satisfação deste requisito é matéria puramente factual, dependendo da forma como o contrato de financiamento é redigido e de outros aspetos e, nomeadamente: (i) das restrições à atividade do mutuário que o mesmo contrato contenha; (ii) do nexó, estabelecido pelo contrato, entre os pagamentos recebidos pelo mutuário ao abrigo da carteira de créditos e os pagamentos ao abrigo do contrato de financiamento; e (iii) que haja limitações à gestão ativa dos ativos subjacentes.

⁵⁸ Por todos, António Menezes Cordeiro, *Ciência do Direito e Metodologia Jurídica nos Finais do Século XX*, 48 ROA, III (1988), 697-772, 759 e ss.

efetivação do Direito reclama o respetivo alargamento através da valoração dos pré-entendimentos bem como através do recurso à ideia de sinéptica⁵⁹, i.e., a ideia de que, na compreensão do sentido normativo, na resolução do caso, haverá que jogar com as consequências da decisão, com a ponderação dos efeitos desta⁶⁰.

A propósito das pré-compreensões, vimos já que, embora não se tratasse de elemento conatural ao conceito de titularização, essa noção postulava usualmente uma conexão com a emissão de valores mobiliários (ou, mesmo, de instrumentos financeiros). Pré-compreensão esta que o art. 2.º, alínea 1), do Regulamento STS, veio quebrar.

Adotando agora uma lente de análise focada na sinéptica, a qualificação de uma operação como sendo de titularização (no sentido do art. 2.º, alínea 1), do Regulamento STS) tem como efeito o desencadear de um regime decomposto em inúmeras obrigações (relativas à colocação de posições de titularização junto de clientes não profissionais – art. 3.º –, à diligência devida imposta a investidores institucionais – art. 5.º –, à retenção de risco – art. 6.º –, à transparência – art. 7.º –, aos critérios a observar na concessão de crédito – art. 9.º –, entre outras)⁶¹: um regime cujo cumprimento não é desprovido de custos (de estruturação, de transação, entre outros) consideráveis.

A consideração da sinéptica na questão que nos ocupa leva-nos, por isso, à consideração das consequências da aplicação de um tal regime a entidades que, em virtude de adotarem determinada forma, estão já sujeitas a um regime regulatório próprio e do qual resultam, também, inúmeras obrigações⁶².

Neste contexto, consideramos sequencialmente, e de forma mais detalhada, as consequências da aplicação, aos OIAE de créditos, de

⁵⁹ Menezes Cordeiro, *Ciência cit.*, 764.

⁶⁰ Menezes Cordeiro, *Ciência cit.*, 765 e 766.

⁶¹ Quanto a este regime, desenvolvidamente, *vide* Freire, *A titularização cit.*, 15 e ss.; e Norinho de Oliveira, *O Regulamento cit.*, 193-224.

⁶² Veja-se, quanto a este e ao abrigo da AIFMD, Lodewijk van Setten/Danny Busch, *Alternative Investment Funds in Europe*, OUP: Oxford (2014), 2 e ss.

duas das obrigações decorrentes do Regulamento STS: as obrigações de retenção de risco e de transparência⁶³.

- (i) Obrigação de retenção de risco: o art. 6.º do Regulamento STS requer que o cedente (*originator*), o patrocinador (*sponsor*) ou o mutuante inicial (*initial lender*) mantenha, continuamente, um interesse económico líquido substancial na titularização não inferior a 5%⁶⁴.

A aplicação deste requisito a um OIAE de créditos redundaria, por isso, na necessidade de se encontrar um retentor de risco sempre que esse OIAE de créditos decidisse, por exemplo, adquirir uma carteira de créditos no mercado aberto. Ora, não se deverá olvidar que uma tal exigência se tornará, com probabilidade, incomportável uma vez que um cedente de créditos no mercado aberto não estará, *a priori*, relacionado com o OIAE de créditos, nem tão-pouco envolvido na estruturação da operação pelo OIAE de créditos. A imposição de tal obrigação acarretará, por isso, com bastante probabilidade, a inviabilização prática da conclusão de operações de compra de carteiras de créditos: os cedentes serão incentivados a procurar outras entidades a quem possam vender as suas carteiras sem necessitarem de reter uma parte do risco.

⁶³ Às quais poderíamos ainda acrescentar a proibição de retitularização constante do Regulamento STS (art. 8.º), a qual, no que diz respeito aos OIAEs de créditos, se encontra em frontal contradição com a própria AIFMD (art. 17.º) – que prevê a exposição de AIFMs a posições de titularização – e com o Regulamento STS (art. 2.º, alínea 12), subalínea d)) – que prevê a exposição de AIFMs, enquanto investidores institucionais, a posições de titularização. Outras poderiam ser referidas e/ou analisadas, mas as duas elencadas no corpo do texto bastam para sublinhar a importância das consequências da escolha que, nesta matéria, se faça.

⁶⁴ A forma como a retenção de risco deverá ser efetivada é densificada pelo n.º 3 do art. 6.º, bem como pelas disposições do Regulamento Delegado (UE) 625/2014 da Comissão, de 13 de março de 2014, que se mantém, quanto a esta matéria, em vigor até à adoção, pela CE, das normas técnicas de regulamentação relativas a retenção de risco previstas no art. 6.º, n.º 7, do Regulamento STS (propostas pela Autoridade Bancária Europeia há já quase três anos...) – cfr. o art. 43.º, n.º 7, do Regulamento STS.

- (ii) Obrigação de transparência: o art. 7.º do Regulamento STS impõe pesadas obrigações de transparência sobre cedentes (*originators*), patrocinadores (*sponsors*) e a SSPE (EOET), algumas das quais deverão ser cumpridas antes da fixação dos preços (*pricing*), enquanto outras deverão ser cumpridas, por exemplo, trimestralmente.

No que diz respeito, por exemplo, à obrigação de preparar um resumo da operação (a cumprir antes do *pricing*) – alínea c) do n.º 1 do art. 7.º –, os próprios termos em que a obrigação está prevista evidenciam uma difícil articulação com as operações típicas de financiamento de OIAEs de créditos que referimos *supra*⁶⁵. Assim: a obrigação está prevista para o caso em que não é necessária a elaboração de um prospeto, fazendo por isso referência a um documento que é próprio da emissão de valores mobiliários, não de contratos de crédito. Para além disso, o próprio conteúdo do resumo da operação remete para elementos que seriam expectáveis em prospectos, *offering circulars* ou *listing particulars*, mas não na documentação utilizada para a concessão de crédito.

Uma decisão que conclua pela aplicação de tal requisito a uma operação financiada através de contratos de crédito implicará, por isso, um aumento dos custos de transação/documentação associados a este tipo de operações, num quadro – convirá lembrar – em que o fundo mutuário e/ou a sua entidade gestora se encontram já adstritos ao cumprimento de inúmeras obrigações de transparência (arts. 22.º e ss. da AIFMD)⁶⁶.

Finalmente, cumpre ainda assinalar que – à semelhança do que se disse a respeito da obrigação de retenção de risco – as obrigações de transparência são impostas também aos cedentes (*originators*), o

⁶⁵ O mesmo se diga da obrigação de disponibilização dos documentos essenciais para o conhecimento da operação – art. 7.º, n.º 1, alínea b), subalínea v), do Regulamento STS –, ao fazer referência a documentos como o ato constitutivo do trust (*trust deed*) ou o acordo de agência (*agency agreement*) que são típicos das operações de mercados de capitais (e, portanto, da emissão de valores mobiliários), mas não das operações de concessão de crédito que se praticam no mercado.

⁶⁶ van Setten/Busch, *Alternative cit.*, 98 e ss.

que, pelas razões então aduzidas, tornaria provavelmente o cumprimento de tal obrigação incomportável no caso de venda de carteiras de créditos a OIAEs de créditos.

A consideração da sinéptica não é mencionada habitualmente como elemento da interpretação do Direito da União, sendo apenas usual, a este respeito, referir os elementos teleológico e sistemático da interpretação⁶⁷. Numa tendência que se verifica desde o caso *CILFIT*⁶⁸, o TJUE vem sucessivamente afirmando, em matéria de interpretação/aplicação do Direito da União, que: (i) este lida com conceitos e métodos próprios, distintos daqueles que são utilizados nos diversos Estados Membros; (ii) o método deverá envolver um exercício comparativo das diferentes versões originais (de igual valor); (iii) face às discrepâncias linguísticas entre as diferentes versões originais, o elemento literal deve ceder perante elementos sistemáticos e teleológicos; e (iv) aquando da inserção de uma disposição no seu contexto, deverá ser dada primazia ao objetivos do Direito da União como um todo bem como a uma postura metodológica atualista em detrimento de uma postura historicista⁶⁹.

A doutrina especializada refere, no entanto que, no método interpretativo/aplicativo, o TJUE deve ainda ponderar e tentar uma concordância entre os *valores* envolvidos⁷⁰, numa alusão à jurisprudência dos valores. A referência ao elemento sistemático, por seu turno, faz a doutrina especializada lembrar também a ideia de *sistema* (que deve ser axiologicamente ordenado) bem como a

⁶⁷ Rafał Mańko, *The EU as a community of law – Overview of the role of law in the Union* (março 2017). Acessível em [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/599364/EPRS_BRI\(2017\)599364_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/599364/EPRS_BRI(2017)599364_EN.pdf) (consultado a 28 de junho de 2021), 6.

⁶⁸ TJUE, Caso C-283/81, *Srl CILFIT and Lanificio di Gavardo SpA v Ministry of Health*, de 6 de outubro de 1982. Acessível em <https://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?jsessionid=D2FD6311170F6118FB4F0F15E3DEC674?text=&docid=91672&pageIndex=0&doclang=EN&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=22758109> (consultado a 30 de junho de 2021).

⁶⁹ Sobre toda esta matéria, veja-se, por exemplo, Reinhard Bork/Renato Mangano, *European Cross-Border Insolvency Law*, OUP: Oxford (2016), 32 e ss.

⁷⁰ Bork/Mangano, *European Cross-Border* cit., 35.

necessidade de lançar mão do conceito de *círculo hermenêutico*^{71/72} ou, como prefere a doutrina pátria, *espiral hermenêutica*, em tantas idas e vindas entre norma e caso quantas forem necessárias para definir o sentido normativo da fonte e, ao mesmo tempo, fixar a relevância jurídica do problema carecido de solução, revelando-se o Direito neste único momento constituinte⁷³.

Assim fixada a metodologia hermenêutico-aplicativa, logo se vê que a mesma não dispensa, antes pressupõe (ainda que não expressamente afirmada) – porque implicitamente englobada na referência aos elementos sistemático e teleológico – a consideração dos contributos da sinéptica.

4.3. Perspetiva teleológica

Vimos já que a jurisprudência do TJUE confere primazia à consideração do elemento teleológico (e sistemático) da interpretação ou seja, e no dizer do tribunal, “*regard being had to the objectives thereof [of community law]*”⁷⁴.

Vimos também *supra* que, entre outras consequências, a aplicação do regime do Regulamento STS aos OIAEs de créditos redundaria na aplicação a estes (*rectius*, às operações por estes concluídas), da obrigação de reter uma parcela do risco bem como de obrigações de transparência. Para além da sobrecarga regulatória que isso acarreta e que, por isso, sinepicamente, se revela pouco desejável, a aceitação de tal solução goraria a própria teleologia subjacente à consagração dos fundos de créditos, inclusive no ordenamento nacional.

⁷¹ Bork/Mangano, *European Cross-Border* cit., 35 e 36.

⁷² Sobre o círculo hermenêutico e a estrutura circular da compreensão, Karl Larenz, *Metodologia da Ciência do Direito*, 7.^a ed., trad. José Lamago, Gulbenkian: Lisboa (2014), 285 e ss.

⁷³ Diogo Costa Gonçalves, *Pessoa Coletiva e Sociedades Comerciais – Dimensão Problemática e Coordenadas Sistemáticas da Personificação Jurídico-Privada*, Tomo I, Almedina: Coimbra (2019), 61 e 62.

⁷⁴ TJUE, Caso C-283/81 cit., 3430, §20.

Relembre-se, a propósito, que o surgimento dos fundos de crédito no pós-crise financeira 2008-2012 se deu no contexto da constatação de que era *mister* diversificar as fontes de financiamento da economia, não apenas pela rarefação do crédito bancário, mas ainda porque, de acordo com a literatura existente, uma tal diversificação aumenta a capacidade de resposta e a resiliência das economias⁷⁵.

Do mesmo modo, em Portugal, o legislador assumiu expressamente tal objetivo, ao referir explicitamente que a consagração dos OIAEs de créditos visa “*colmatar falhas de mercado na procura e oferta de financiamento e melhorar a complementaridade com o setor bancário e os setores de capital de risco e de **titularização de créditos***” (negrito nosso) – cfr. o preâmbulo do DL 144/2019.

Pois bem: a aceitação da aplicação do regime decorrente do Regulamento STS às transações concluídas por OIAEs de crédito – que, como se viu, e para além da sobrecarga regulatória que acarretaria, seria um efetivo dissuasor para os vendedores de carteiras de créditos – corresponderia à aceitação de um regime que, de antemão, se sabe não ser idóneo à prossecução dos objetivos pelos quais foi criado.

Num passo adicional, vejamos que objetivos estiveram na base da adoção do Regulamento STS. Por um lado, refere-se a importância da titularização para o “*bom financiamento dos mercados financeiros*”, considerando-se que ela permite uma maior distribuição do risco, libertando os balanços dos cedentes, assim aumentando a capacidade para conceder crédito à economia (Considerando (4) do Regulamento STS). Por outro lado, sublinha-se o reconhecimento dos riscos inerentes à titularização (Considerando (4) do Regulamento STS), especialmente os inerente a titularização complexas, opacas e arriscadas (Considerando (3) do Regulamento STS), numa asserção que constitui ainda um eco das apreensões plasmadas, em 2009, no Relatório Larosière⁷⁶.

⁷⁵ Matias, *Fundos* cit., 141.

⁷⁶ Com efeito, aí se podia ler: “[w]hile securitised instruments were meant to spread risks more evenly across the financial system, the nature of the system made it impossible to verify whether risk had actually been spread or simply re-concentrated in less visible parts of the system. This contributed to uncertainty on the credit quality of counterpar-

Nada disto se verifica relativamente a organismos de investimento coletivo. Nesse domínio, e tal como já salientava o mesmo Relatório Larosière, os organismos de investimento coletivo não tiveram um papel de destaque no surgimento da crise financeira, tendo o respetivo papel ficado limitado a uma função de transmissão⁷⁷. A mesma asserção de base se retira da AIFMD, segundo a qual o “impacto dos GFIA nos mercados em que operam é em grande medida benéfico, mas as recentes dificuldades financeiras mostram que as suas actividades podem também disseminar ou amplificar os riscos no sistema financeiro” (Considerando (2) da AIFMD).

Em consonância com o referido *supra*, a regulamentação opera a níveis distintos: no que respeita à titularização, ela incide sobre o alinhamento de interesses, redução das assimetrias de informação e incentivos (mediante tratamento do capital regulatório) à utilização de estruturas e produtos simples e standardizados. Já no que respeita aos organismos de investimento coletivo alternativos, a regulamentação consiste sobretudo na consagração de regras que asseguram uma gestão prudente dos AIFs (as regras organizacionais), alinhamento de interesses (mas ao nível do gestor do fundo nas relações com os investidores), gestão adequada dos riscos endémicos ou habitualmente associados ao investimento coletivo, condições para delegação da gestão da carteira e separação da função de depositário⁷⁸.

ties, a breakdown in confidence and, in turn, the spreading of tensions to other parts of the financial sector. [...] The originate-to-distribute model as it developed, created perverse incentives. Not only did it blur the relationship between borrower and lender but also it diverted attention away from the ability of the borrower to pay towards lending – often without recourse – against collateral. A mortgage lender knowing beforehand that he would transfer (sell) his entire default risks through MBS or CDOs had no incentive to ensure high lending standards” – cfr. The High-Level Group On Financial Supervision in the EU, *Report* (fevereiro 2009). Acessível em https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication14527_en.pdf (consultado a 30 de junho de 2021), 8.

⁷⁷ “[T]he Group considers they [hedge funds] did not play a major role in the emergence of the crisis. Their role has largely been limited to a transmission function, notably through massive selling of shares and short-selling transactions” – The High-Level Group On Financial Supervision in the EU, *Report* cit., 24.

⁷⁸ Zanev/Taillefer, *The Securitisation* cit., 27.

O facto de existirem áreas de sobreposição da regulamentação, como sucede no campo das obrigações de transparência, não deverá bastar, por si só, para afirmar a existência de idênticas preocupações e/ou de objetivos prosseguidos através da aplicação de um mesmo regime (duplicado), desde que cada instrumento regulamente adequadamente o cumprimento de tais obrigações. Caso contrário, trata-se de uma mera duplicação de regimes⁷⁹.

Um passo mais: os objetivos e incentivos inerentes a uma operação de titularização não são idênticos aos que ditam a criação e investimento num OIAE de créditos. No caso de uma titularização, estamos perante estruturas idealizadas amiúde pelos cedentes (*originators*), seja para libertarem capital regulatório, seja para obterem liquidez de curto prazo⁸⁰, seja ainda para aumentarem a capacidade de concessão de crédito⁸¹. Nada disto joga na lógica subjacente ao investimento coletivo: aí, está em causa, “capital angariado aos seus investidores com o objetivo de investimento e numa perspetiva de gerar um rendimento partilhado para esses investidores”⁸². Em vez de *originator*, falar-se-á de *sponsor* (normalmente uma *private equity house*) que deseja oferecer um veículo de investimento com determinado perfil de risco. Em vez de libertação do balanço ou de obtenção de liquidez, falar-se-á em diversificação e partilha de riscos.

Por isso, no caso de um OIAE de créditos, estará em causa a aquisição de uma ou mais carteiras de créditos, sendo que tal aquisição, bem como a subsequente gestão e, finalmente, alienação da(s) carteira(s), se deverá fazer de acordo com uma política de investimento definida, a existência da qual se afere mediante a presença de determinados fatores, como sejam: (a) a determinação e fixação

⁷⁹ No mesmo sentido, Zanev/Taillefer, *The Securitisation* cit., 27.

⁸⁰ Ana Perestrelo de Oliveira refere também este aspeto, mencionando que “o resultado da transação é, portanto, a obtenção de “financiamento”” – cfr. Perestrelo de Oliveira, *Manual* cit. 176.

⁸¹ Outras vantagens poderão ser conferidas em Calvão da Silva, *Titularização* cit., 7; e em Perestrelo de Oliveira, *Manual* cit., 178 e 179.

⁸² ESMA, *Orientações sobre conceitos-chave da Diretiva GFIA* (agosto de 2013). Acessível em https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_pt_cor.pdf (consultado a 30 de junho de 2021), 6.

da mesma até ao momento em que os compromissos dos investidores se tornam vinculativos; (b) a formalização num documento que se torna parte integrante das normas constitutivas do organismo de investimento coletivo; (c) o carácter vinculativo da mesma para a entidade gestora do organismo de investimento coletivo; e (d) a especificação de orientações de investimento com referência a determinados critérios (que incluirão a especificação de categorias de ativos em que deverá ser feito o investimento, o delineamento da estratégia a prosseguir mediante os investimentos, a discriminação de regiões geográficas em que são/deverão ser feitos os investimentos, a imposição de restrições aos níveis de alavancagem e/ou a por menorização de outras formas de diversificação de riscos)⁸³.

A carteira de créditos será, depois, gerida (i.e., cobrar-se-ão créditos, adquirir-se-ão créditos, alienar-se-ão outros, etc.) de acordo com essa política e de acordo com as técnicas de gestão de risco, i.e., mediante decisões estratégicas que visam a eficiente alocação de recursos de modo a maximizar a rentabilidade dos capitais investidos⁸⁴. É, aliás, esta lógica de gestão de riscos que se encontra, depois, subjacente às obrigações constantes da AIFMD e dos respetivos instrumentos delegados⁸⁵.

Nada do que temos vindo a referir é válido no universo da titularização. Não apenas os objetivos são distintos, como o próprio *modus faciendi* é diverso: não se falará, agora, de política de investimento, tal como a gestão de riscos, a gestão ativa da carteira, está ausente do mundo da titularização⁸⁶. Falar-se-á, isso sim, de cobrança dos créditos, de limitações contratuais à possibilidade de alterar a com-

⁸³ ESMA, *Orientações* cit., 7.

⁸⁴ Hélder Santos Correia, *Um Ensaio sobre a Gestão de Riscos na AIFMD em Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 54 (agosto de 2016). Acessível em <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/Cad54Artigo3.pdf> (consultado a 30 de junho de 2021), 38.

⁸⁵ Por todos, Correia, *Um Ensaio* cit., 40 e ss.; e van Setten/Busch, *Alternative* cit., 98 e ss.

⁸⁶ O que parece resultar, mesmo, e de forma implícita, do próprio conceito de titularização constante do Regulamento STS. Aí refere-se a necessidade da existência de *risco de crédito*. A gestão ativa da carteira redundna na exposição ao risco de gestão, de atividade, pela entidade gestora do organismo de investimento coletivo. A noção de titularização indicia, por isso, a existência de limitações à gestão da carteira de créditos.

posição da carteira, da delegação da cobrança a um *servicer* (as mais das vezes o próprio cedente dos créditos)⁸⁷. A destriça entre AIFs, por um lado, e veículos de titularização, por outro, com base no modo de gestão da carteira, é particularmente evidente no Direito francês: o regime dos AIFs não é aplicável aos veículos de titularização (art. L214-167 do *Code Monétaire et Financier*), salvo gestão discricionária (art. D214-232 do *Code Monétaire et Financier*)⁸⁸.

Em suma: na titularização está em causa o refinanciamento de uma carteira e a transferência de risco; nos organismos de investimento coletivo está em jogo a afetação de carteiras que correspondam aos objetivos (de investimento) de categorias de investidores⁸⁹. Conforme se pretenda um ou outro, far-se-á apelo a determinada estrutura negocial ou a certas entidades.

5. Conclusão: indas e vindas entre a AIFMD e o Regulamento STS

O caminho que percorremos permite-nos sedimentar algumas conclusões. Desde logo, os fins que presidem à montagem e execução

⁸⁷ No mesmíssimo sentido, veja-se Quiquerez, *Droit* cit., 48 e 49.

⁸⁸ E, se nos detivermos sobre a matéria, logo se percebe que a gestão (ativa) da carteira constitui um serviço de investimento e, enquanto tal, está sujeita às regras próprias da MiFID II (Diretiva 2014/65/EU do Parlamento Europeu e do Conselho de 15 de maio de 2014 relativa aos mercados de instrumentos financeiros), gestão de carteiras essa que está ausente da titularização enquanto tal. Conceitos como os de “best execution”, “suitability” e “appropriateness” são, por isso, estranhos ao mundo de titularização. Aliás, por assim ser (i.e., por o conceito de adequação ser próprio dos serviços de investimento e não da titularização), é que o art. 3.º do Regulamento STS sentiu a necessidade de, a propósito da venda de posições de titularização a clientes não-profissionais, estender a obrigação de efetuar avaliações de adequação. Quanto ao contrato de gestão de carteiras veja-se A. Barreto Menezes Cordeiro, *O Contrato de Gestão de Carteira*, 1 *RDFMC* (2020). Acessível em <https://blook.pt/publications/fulltext/412eb9e6123c/> (consultado a 30 de junho de 2021), 1-36; e Philippe Bourin, *La Gestion de Portefeuille*, 2.ª ed. Anthemis: Limal (2020). Sobre os deveres de adequação, veja-se A. Barreto Menezes Cordeiro, *O Contrato de Gestão de Carteira*, 1 *RDFMC* (2019). Acessível em <https://blook.pt/publications/publication/15d85e231a29/> (consultado a 30 de junho de 2021), 1-24.

⁸⁹ Gregory Benteux/Jerome Sutour, *Fonds commun de titrisation et OPCVM contractuel: frontières et convergences*, *RDBF* (2010), 126.

de uma operação de titularização – de uma banda – e aqueles que subjazem à constituição de um organismo de investimento coletivo (em particular, de um OIAE de créditos) – de outra –, são distintos. Os riscos que uma e outra colocam são, também, diferentes.

Para mais, aplicar a um OIAE de créditos um regime pensado para finalidades e riscos diferentes quando esse próprio OIAE de créditos – enquanto AIF – está já sujeito a um regime que lhe é próprio, acarreta consequências de elevado porte (ao nível da documentação, ao nível dos custos de execução e manutenção da estrutura, ao nível dos sujeitos cujo envolvimento é necessário para operar a estrutura e ao nível das obrigações a que é necessário dar cumprimento enquanto a estrutura se encontrar em operação), além de – exatamente por cada regime ter sido delineado para finalidades próprias e para obviar a riscos que são inerentes a cada “universo” – se poder demonstrar perfeitamente inútil.

Neste contexto, e por tais razões, parece-nos desaconselhável fazer aplicar às operações (de compra de carteiras de créditos, a jusante, e de financiamento, a montante) concluídas por OIAEs de créditos o regime da titularização constante do Regulamento STS, ainda quando, formalmente, as operações se possam, como tal, qualificar. Uma abordagem teleológica e, mesmo, axiológica aponta para uma conclusão segundo a qual, nesta matéria, o legislador europeu terá dito mais do que, efetivamente, quis dizer.

Mas: não haverá espaço para abusos, para *cherry picking*, i.e., para que as partes responsáveis pela estruturação de organismos de investimento coletivo levem a cabo efetivas operações de titularização de créditos a coberto do fundo, sem se acolherem ao respeito pela regulamentação relevante? Ou o inverso?

A resposta é: sim. Mas um sistema ordenado em função de pontos cardeais que não se limitem à mera subsunção de factos a conceitos formais é um sistema dotado de “válvulas de escape” capazes de lhe conferirem a flexibilidade necessária para controlar esses abusos, em tantas indas e vindas entre os factos de cada caso (de cada estrutura), as normas da AIFMD e do Regulamento STS quantas as necessárias para, simultaneamente: (i) conferir significância jurídica ao factualismo evidenciado em cada estrutura; e (ii) deter-

minar e aplicar o Direito aos conflitos que, efetivamente, se levantem e que careçam de resolução jurídica.

Se, a coberto de uma pura artificialidade dotada de aparência conferida através de uma forma jurídica (por exemplo, a de um AIF) forem levadas a cabo operações de titularização, sem que a entidade constituída desenvolva, efetivamente, a atividade característica de um organismo de investimento coletivo, será de aplicar o regime decorrente do Regulamento STS? A resposta concreta dependerá de cada caso. Os factos de cada caso poderão, por exemplo, ditar que se desconsidere a aparência – noutras palavras, a considerar que a aparência resultante da constituição do OIAE de créditos é *ineficaz* perante determinado sujeito – para descortinar a violação de uma obrigação de transparência e, daí, retirar as devidas consequências⁹⁰.

A isto acrescem, naturalmente, considerações fundadas nos poderes das autoridades de supervisão (poderes esses de investigação e de imposição de sanções): estes servirão, pelo menos, para enaltecer que os fins que presidem à regulamentação transcendem a posição jurídica de cada sujeito, individualmente considerado, e que – pelo menos para efeitos da tomada de decisões sobre se *(i)* foi violada alguma das obrigações decorrentes de um dos regimes e

⁹⁰ A ideia de fraude à lei parece-nos, neste domínio, particularmente feliz. Recuperando uma passagem de Ana Filipa Morais Antunes, a fraude à lei tem particular cabimento no caso de “uma operação negocial complexa, suportada na *agregação teleologicamente preordenada de uma pluralidade de negócios jurídicos, individualmente lícitos*, que funcionam como meio (através da verificação efectiva e real das suas funções singulares) para prosseguir um *resultado final global ilícito* (...). O conceito reclama, portanto, *(i) uma pluralidade real e efectiva de negócios, (ii) um encadeamento de negócios em termos teleológico-funcionais, (iii) a licitude de cada negócio isolado numa análise individual, (iv) a prossecução de um resultado final global equivalente em termos materiais a outro não autorizado pelo Direito*” – cfr. Ana Filipa Morais Antunes, *A Fraude à Lei no Direito Civil Português – Em Especial, como Fundamento Autónomo de Invalidez Negocial*, Almedina: Coimbra (2018), 475. No sentido de aplicação da sanção da ineficácia às hipóteses de fraude à lei, Rui Pinto Duarte, *A Fraude à Lei – Alguns Apontamentos* (30-ago.-2020). Acessível em <https://www.revistadedireitocomercial.com/a-fraude-lei-alguns-apontamentos> (consultado a 30 de junho de 2021), 1612 e ss.

(ii) em caso afirmativo, há de aplicar-se alguma sanção – deverá ser considerada a materialidade subjacente.

Aqui chegados, cumpre terminar: empreendemos, nestas linhas, uma primeira reflexão sobre o tema, perante um sistema – normativo e, também, científico – em que, pelo menos na comparação com outros ordenamentos e historicamente, nem a titularização nem os organismos de investimento coletivo granjearam sempre um interesse generalizado por parte da doutrina (particularmente numa perspetiva de relação dos dois universos e da explicitação das respetivas fronteiras) e, mesmo, da prática.

O tema desta reflexão, no entanto, conjuga dois universos cuja importância no financiamento das economias e na criação de valor não pode – nem deve – ser menosprezado. Um mercado e um Direito maduros são instrumentos absolutamente essenciais no desenvolvimento da economia portuguesa, na diversificação das suas fontes de financiamento e no aumento da sua resiliência (objetivos que, como se salientou, estiveram na base da introdução dos OIAEs de créditos no sistema interno pátrio e que presidiu também, a nível europeu, à elaboração do Regulamento STS).

Os votos que fazemos são que estas linhas possam servir para o aprofundamento da reflexão e discussão sobre estes dois universos, suas limitações e – mais importante – suas potencialidades.

