



FILIPE LOWNDES MARQUES

Advogado

Sócio da Morais Leitão Galvão Teles, Soares da Silva



MARIA SOARES DO LAGO

Advogada

Advogada Sénior da Morais Leitão Galvão Teles, Soares da Silva

Fundos de créditos – o primeiro passo para o verdadeiro “Alternative Lending” em Portugal?

Loan Funds – the first step towards true “Alternative Lending” in Portugal?

RESUMO: Tendo em conta a recente introdução em Portugal da figura dos fundos de créditos, debruça-se a presente exposição sobre as experiências noutras jurisdições da União Europeia, as grandes questões discutidas aquando da introdução do regime jurídico em Portugal bem como a opção final do legislador português a este respeito.

Palavras Chave: (i) Fundos de Créditos; (ii) OIAEs de créditos; (iii) Concessão de crédito

ABSTRACT: In view of the recent introduction in Portugal of the regime for loan funds, this presentation will cover similar experiences in other jurisdictions of the European Union, the major issues discussed when introducing the legal regime in Portugal and the final options of the Portuguese legislator in this regard.

Keywords: (i) Loan Funds; (ii) Loan AIFs; (iii) Loan origination

SUMÁRIO: I – Enquadramento da figura ao nível da União Europeia. II – Exemplos de outras jurisdições da União Europeia. III – A opção Portuguesa; A. A consulta pública; B. O Decreto-Lei n.º 144/2019; C. O Regulamento da CMVM n.º 5/2020; (i) O Património dos OIAEs de créditos; (ii) Exigências relativamente à análise e monitorização do risco de crédito e testes de esforço; (iii) Exigências relativamente aos mutuários; (iv) Exigências de reporte específicas. IV – Regime fiscal: um apelo. V – Conclusão.

I – Enquadramento da figura ao nível da União Europeia

No rescaldo da crise financeira de 2008, o Comité de Supervisão Bancária de Basileia implementou um conjunto de medidas para reforçar o sistema financeiro Europeu (o conhecido “Basileia III”), que incluiu a Diretiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de junho de 2013, relativa ao acesso à atividade das instituições de crédito e à supervisão prudencial das instituições de crédito e empresas de investimento (“CRD IV” ou “Capital Requirements Directive”). Esta diretiva, entre outras medidas, veio impor requisitos de capital que levaram, após a sua implementação, a uma generalizada procura de desalavancagem pelas instituições de crédito europeias.

Como resultado dos limites colocados à capacidade dos bancos de concederem crédito, pequenas e médias empresas (“PME”) enfrentaram dificuldades em aceder ao crédito necessário para custear os seus investimentos, crescimento e operações. Tal foi especialmente sentido no mercado europeu, uma vez que se estima que 75% dos financiamentos de terceiros a PMEs foram concedidos por instituições de crédito (ao contrário, por exemplo, dos Estados Unidos, onde o mercado de capitais era a principal fonte de tal crédito).

Tal escassez de crédito “tradicional” fez com que muitas PMEs procurassem fontes de financiamento junto de outras entidades (a que os ingleses normalmente chamam “alternative lenders”), que entraram no território historicamente reservado aos bancos e que procuraram oferecer estruturas alternativas de financiamento a essas empresas.

Em Setembro de 2015, a Comissão Europeia publicou o seu “Plano de Acção para a Criação de uma União de Mercados de Capitais”¹, com o objectivo de estimular o investimento e a criação de emprego. Este plano identificou a promoção de fundos de créditos como uma das medidas para assegurar uma maior diversificação no domínio da intermediação de crédito e aumentar as oportunidades de financiamento das PME, referindo que se “*trata (...) potencialmente de uma importante fonte de crédito não bancário no futuro*”². A necessidade de um quadro pan-europeu para fundos de créditos³, uma integração mais próxima por meio da convergência regulatória, a remoção de barreiras ao acesso aos mercados de capitais e melhorias ao sistema de passaporte de comercialização de fundos também seriam avaliados como parte deste plano.

Muito embora o plano sublinhe que os EuVECA e os ELTIF podiam já conceder empréstimos de uma forma limitada (os quais se deve acrescentar também os EuSEF⁴), o plano descreve depois a situação do panorama europeu (que ainda se mantém) “*Alguns Estados-Membros introduziram igualmente regimes específicos na sua legislação nacional para estabelecer as condições em que os fundos de investimento alternativo podem proceder à concessão de empréstimos. Daí que os fundos que desenvolvem atividades em vários Estados-Membros sejam obrigados a respeitar diferentes requisitos legais no quadro das suas atividades de concessão de empréstimos. Clarificar o quadro regulamentar aplicável aos fundos para empréstimos poderia facilitar o seu desenvolvimento transfronteiras, assegurando simultaneamente a sua regulamentação adequada do ponto de vista da proteção dos investidores e da esta-*

¹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0468>.

² Secção 1.4 do Plano.

³ Neste artigo utilizar-se-á o termo genérico “fundos de créditos” por ser a denominação histórica da figura, muito embora tais organismos de investimento colectivo possam, na prática, revestir a natureza de fundo ou de sociedade.

⁴ EuVECA (European Venture Capital Funds, criados pelo Regulamento (UE) No 345/2013), ELTIF (Fundos europeus de investimento a longo prazo, criados pelo Regulamento (UE) 2015/760) e EuSEF (Fundos europeus de empreendedorismo social, criados pelo Regulamento (EU) No 346/2013).

bilidade financeira”, concluindo que “A Comissão irá (...) avaliar a necessidade de uma abordagem coordenada quanto à concessão de empréstimos pelos fundos e a oportunidade de um futuro quadro regulamentar da UE.”

Para contribuir para a avaliação de um quadro da União Europeia para fundos de créditos, a European Securities and Markets Authority (“ESMA”) emitiu um parecer/opinião em abril de 2016⁵ expressando a sua opinião de que tal estrutura pan-europeia facilitaria a originação de créditos por fundos e reduziria o potencial de acontecer a chamada “regulatory arbitrage”.

A ESMA examinou as práticas nacionais nos Estados-Membros e apurou que a originação de créditos por parte de fundos já era autorizada na maior parte dos Estados, sujeita a condições variáveis, e que alguns Estados-Membros tinham criado regimes próprios para esta atividade nas suas jurisdições. Refere ainda que esta atividade está a ser realizada de várias formas – pela originação do crédito (quando o fundo concede o crédito originária e diretamente), pela participação no crédito (quando o fundo adquire uma participação num crédito já concedido por outra entidade) ou pela reestruturação do crédito (quando um fundo investe num crédito já existente e o reestrutura).

A ESMA defendeu a implementação de um “level playing field” para os fundos de créditos que exercessem a sua actividade numa base transfronteiriça, e recomendou que uma eventual futura regulação da UE (que poderia ser implementada por nova legislação ou complementando o regime da AIFMD⁶) deveria prever o seguinte:

- que os fundos de créditos deveriam ser fechados (ou que os fundos deveriam conter ativos líquidos suficientes para atender a pedidos de resgate);
- que o prazo dos créditos concedidos ou adquiridos pelo fundo deveria ser limitado; e

⁵ <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-opinion-eu-framework-loan-origination-investment-funds>.

⁶ Directiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de Junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos.

- que deveria haver limitações aos derivados que poderiam ser usados/constituir património dos fundos;

A ESMA também levantou uma série de temas adicionais para uma consideração e discussão mais aprofundada, incluindo (i) se os gestores de fundos de originação de créditos devem ou não ser obrigatoriamente sujeitos a obtenção de licença; (ii) se o próprio fundo deve necessitar de autorização; (iii) se os empréstimos concedidos pelos fundos devem estar sujeitos a limites de alavancagem para evitar diferenças de tratamento em relação aos bancos; (iv) se deve haver avaliação das qualificações do gestor do fundo na área de avaliação do risco de crédito dos mutuários; (v) se os fundos de originação de créditos devem ter limitações à concessão de empréstimos a certas categorias de mutuários, tais como consumidores; e (vi) se deve haver limitações aos tipos de investidores que podem investir nestes fundos.

A ESMA apoiou a introdução de disposições transitórias caso um regime quadro fosse implementado, e recomendou que a Comissão avaliasse se alterações aos requisitos de reporte do Anexo IV da AIMFD para fundos de créditos seria apropriado para garantir que as actividades desses fundos fossem adequadamente monitorizadas.

Tal como referido no Plano de Acção para a Criação de uma União de Mercados de Capitais e melhor descrito na opinião da ESMA (que inclui um anexo com uma tabela comparativa), o facto de não existir um regime Europeu harmonizado para este tipo de organismos significa que ficam abrangidos pelo regime geral dos Organismos de Investimento Alternativo (ou OIAs), com particularidades em cada jurisdição (mas, em princípio, sempre regulados pela AIFMD), muito embora haja muitos casos de regimes próprios que escolheram modelos muito diversos.

II – Exemplos de outras jurisdições da União Europeia

Para depois percebermos melhor em que países o legislador Português se inspirou será útil fazer uma ronda pelas principais jurisdições europeias e analisar brevemente os modelos adoptados.

França tem um regime em que, como em Portugal, há um princípio de exclusividade da atividade de concessão de crédito (a que em França chamam o “monopólio bancário”). No entanto, e para tornar o mercado mais acessível a fundos de investimento, algumas exceções foram criadas:

- (a) certos tipos de OIAs já existentes, como os *fonds professionnels spécialisés* (“FPS”)⁷ e os *Fonds Professionnel de Capital Investissement* (“FPCI”)⁸;
- (b) os fundos de investimento europeus regulados, como os ELTIFs;
- (c) um novo veículo criado especificamente para este fim, os *Organismes de Financement Spécialisés* (“OFS”).

De acordo com novas regras implementadas em 2018 os OFS (que tal como os FPS não precisam de ser pré-aprovados mas apenas registados junto da *Autorité des marchés financiers* ou AMF, sujeitos às regras de comercialização previstas na AIFMD) para poderem conceder empréstimos a empresas não financeiras (empréstimos a instituições de crédito são proibidos), têm de ser fundos fechados, o prazo dos empréstimos não pode ser maior do que a duração do fundo, têm um limite de alavancagem de 30% e o OFS só pode utilizar derivados financeiros em situações limitadas.

Notamos, no entanto, que caso os fundos acima identificados queiram originar créditos (e não apenas adquirir participações em créditos), os GFIA⁹ desses OIAs devem ter uma autorização específica da AMF e devem aplicar recursos humanos e técnicos internos específicos relacionados com a atividade de origem dos empréstimos.

⁷ O FPS (*fonds professionnel spécialisé*) é um fundo de investimento profissional especializado, que não está sujeito à autorização do *Autorité des marchés financiers*, mas deve ser declarado junto do regulador, e que não é obrigado a seguir os mesmos regulamentos de investimento que outros fundos aprovados pela *Autorité des marchés financiers*.

⁸ Fundos de capital de risco.

⁹ Gestor de Fundos de Investimento Alternativo.

Finalmente, França não permite a atividade de concessão de crédito a OIAs não franceses (mesmo se autorizados noutros Estados-Membros) a menos que beneficiem do regime dos ELTIFs.

A Alemanha, onde a atividade de originação de crédito também era reservada a entidades licenciadas, criou um regime específico em 2016 (como parte da implementação da diretiva UCITS V) para permitir a OIAs concederem crédito, desde que sejam fundos fechados e apenas disponíveis para investidores qualificados.

Os fundos de créditos alemães estão também sujeitos a várias limitações, incluindo não poderem conceder empréstimos a consumidores (nem mais do 20% do capital do fundo a um único mutuário) e terem alavancagem limitada a 30% do valor do fundo.

Em relação à gestão de risco, um GFIA totalmente autorizado que gere um OIA que origina e/ou adquire (ou reestrutura) empréstimos tem de cumprir requisitos específicos de gestão de risco, muito semelhantes aos procedimentos internos implementados pelos bancos, o que significa um elevado peso burocrático e de *compliance*, para além de um acrescido risco fiscal, que tem limitado na prática o desenvolvimento destes organismos no mercado alemão. Como um ponto mais positivo, a Alemanha aceita que fundos de créditos de outros Estados-Membros com um GFIA desse Estado possam conceder empréstimos a mutuários alemães não consumidores com base nas regras da jurisdição de origem desse GFIA.

A lei italiana foi também alterada em 2016 para permitir que certos fundos concedessem empréstimos a terceiros para fins comerciais. Antes desta alteração, a atividade de concessão de crédito era reservada a bancos e outras instituições financeiras autorizadas. Consequentemente, os fundos italianos que se qualificam como OIAs ao abrigo da AIFMD podem conceder empréstimos a terceiros (que não sejam consumidores), desde que os fundos sejam fechados, e o lançamento do fundo de créditos não necessita de aprovação do Banco de Itália (mas note-se que a subscrição não tem necessariamente de estar reservada a investidores qualificados).

Os OIAs italianos que originam créditos que não estejam limitados a investidores qualificados têm ainda um limite de alavancagem de 30% do valor do fundo, apenas podem contratar derivados para fins não especulativos e não podem emprestar mais do

que 10% do valor do fundo a um único mutuário (uma percentagem bastante mais baixa comparativamente com noutros regimes Europeus). Os OIAs italianos que originam créditos reservados a investidores qualificados, pelo contrário, têm um limite de alavancagem de 1,5 e, a partir de fevereiro de 2021, passaram a não estar sujeitos a qualquer limite de concentração em mutuários (o que significa que os OIAs italianos reservados a investidores qualificados podem agora emprestar mais de 10%, e teoricamente até 100%, a um único mutuário).

Para ambas as categorias de OIAs, o prazo de vencimento dos créditos não pode exceder o prazo do fundo.

Os fundos de créditos fechados autorizados noutros Estados-Membros podem também conceder crédito em Itália (a não consumidores) sujeito a comunicação prévia a apresentar ao Banco de Itália pelo menos 60 dias antes do início das operações, desde que os requisitos do seu Estado de origem com relação à gestão de risco, incluindo limites sobre alavancagem, sejam semelhantes (ou seja, iguais ou mais rígidos) aos estabelecidos ao abrigo da lei italiana, o que tem limitado muito esta possibilidade por envolver uma análise casuística.

Em Espanha, a originação de créditos (bem como qualquer atividade acessória como solicitação, comercialização ou intermediação), não é uma atividade reservada ou uma atividade sujeita a licenciamento. Nessa medida, a originação de crédito através de veículos domésticos ou estrangeiros é permitida (salvo no caso de créditos hipotecários a consumidores que estão sujeitos a algumas obrigações de registo).

Não obstante, existe um tipo de fundo de investimento para investidores qualificados criado especialmente para este fim (e com um regime fiscal próprio mais favorável), a Institución de Inversión Colectiva de Inversión Libre (“IIC de IL”), que são fundos abertos (podem estabelecer períodos de *lock-up* que podem ser estendidos dependendo das datas de vencimento dos créditos) geridos por um GFIA com algumas limitações em termos de gestão de risco e diversificação de mutuários. Devido ao regime já muito aberto de originação, este tem sido um veículo com muito pouca utilização no mercado espanhol.

Uma breve nota em relação ao Reino Unido, que mesmo antes do Brexit já era uma jurisdição em que, tal como a espanhola, a atividade de concessão de crédito não carecia de qualquer licença nem estava reservada a determinadas entidades (salvo alguns tipos de crédito ao consumo ou créditos hipotecários). Nesse sentido, nunca se viu a necessidade de criar um regime específico para a atividade de concessão de crédito por parte de OIAs, que historicamente (quer os fundos fechados quer os abertos) já exerciam essa actividade.

O caso da Irlanda é bastante distinto dos outros, uma vez que foi um dos primeiros Estados-Membros da UE a introduzir um quadro regulamentar específico para os fundos de créditos, publicando a sua regulação no início de 2014, sujeitos às disposições regulamentares do Banco da Irlanda (AIF Rulebook) e à AIFMD. Inicialmente os fundos autorizados pelo Banco da Irlanda apenas podiam originar créditos e não deter outros investimentos, mas em 2018 o banco central flexibilizou essas regras permitindo aos chamados *Loan Origination Qualifying Investor Alternative Investment Funds* (“L-QIAIF”) deter também outro tipo de investimentos. Notamos que os L-QIAIFs podem estar estruturados de várias formas, desde a forma societária, ao fundo de investimento ou ao *limited partnership*.

Os L-QIAIF são fundos fechados para investidores qualificados e só podem investir adicionalmente em títulos de dívida e de capital próprio de entidades ou grupos aos quais o L-QIAIF empresta e no âmbito de uma atividade conexa. Não podem conceder crédito a pessoas singulares e não podem emprestar mais do que 25% do valor do fundo a um único mutuário. Têm também obrigações de gestão de risco dos créditos e no que diz respeito a devedores, avaliações e monitorização. Em relação à alavancagem têm um regime mais favorável que o habitual, uma vez que se podem endividar até 100% do valor do fundo.

Para o fim deste passeio pela Europa deixámos o Luxemburgo, que é a jurisdição mais utilizada para a constituição e gestão dos fundos de créditos, devido ao seu vasto leque de estruturas possíveis.

Não existe um regime específico aplicável aos fundos de créditos privados no Luxemburgo. A maioria das estruturas qualificam-se como OIAs e enquadram-se no quadro AIFMD. De acordo com

as FAQ sobre a lei AIFMD publicadas pela *Commission de Surveillance du Secteur Financier* (CSSF), o regulador do setor financeiro luxemburguês, nada na AIFMD impede os OIAs sediados no Luxemburgo de exercerem atividades de concessão de crédito, desde que cumpram a AIFMD. O regulador especificou que o GFIA deve ter a organização adequada, nomeadamente em termos de governação, perícia, risco e gestão de liquidez.

Note-se, no entanto, que a atividade de concessão de crédito no Luxemburgo “ao público” numa base profissional requer uma autorização específica para o efeito. Por lei, os fundos de dívida privada não regulados não beneficiam de uma exceção a esta exigência legal. No entanto, na maioria dos casos, uma estratégia de concessão de empréstimos diretos não equivale à concessão de crédito ao “público”. Trata-se, no entanto, de uma determinação casuística. A CSSF publicou recentemente orientações que confirmam que uma atividade de concessão de crédito não é dirigida ao público quando os empréstimos são concedidos a um círculo limitado de pessoas previamente determinadas, ou quando o valor nominal de cada empréstimo ascende a, pelo menos, €3.000.000 euros e os empréstimos são concedidos exclusivamente a “profissionais” (ou seja, qualquer indivíduo ou entidade que atue no âmbito de uma atividade empresarial).

Por outro lado, os tipos regulados de OIAs (tais como as SIFs) beneficiam de uma exceção legal ao requisito de autorização.

Os veículos luxemburgueses geralmente utilizados para o efeito são fundos não regulados, geralmente sob a forma de *limited partnerships* (*société en commandite spéciale*), que permitem um maior grau de flexibilidade estruturante e são fiscalmente transparentes no Luxemburgo. Estes fundos são geralmente geridos por um GFIA autorizado.

São também comumente utilizados fundos de investimento alternativos reservados (*fonds d'investissement alternatif réservé*) ou RAIFs, especialmente quando o OIA assume a forma societária. Os RAIFs são muito semelhantes aos fundos regulados para investidores qualificados (SIFs ou SICARs), mas com a vantagem de não exigirem autorização prévia da CSSF. Este tipo de fundo tem ser gerido por um GFIA autorizado.

Os fundos regulados para investidores qualificados são também utilizados, em especial os fundos de investimento especializados (Fundo de Investimento Especializado – SIF), embora atualmente seja muito menos comum na prática.

A maioria dos fundos de créditos no Luxemburgo são fechados e não existem atualmente limites à alavancagem.

Como iremos ver abaixo, as opções do legislador para a regulamentação dos OIAEs de créditos portugueses seguem muito de perto as orientações da ESMA, bem como muitos aspetos dos regimes europeus já implementados.

III – A opção Portuguesa

A. A consulta pública

Em Portugal os fundos de créditos só entraram na ordem do dia em 2017, quando a Comissão do Mercados de Valores Mobiliários (“CMVM”) submeteu à discussão pública a possibilidade de previsão no ordenamento jurídico nacional deste tipo de instrumento.

A questão base colocada na consulta pública foi a necessidade, oportunidade e vantagens da previsão da figura dos fundos de créditos no regime jurídico português até que viesse a ser adoptado um regime europeu harmonizado (já que estava em estudo a possibilidade da existência de um regime harmonizado a nível europeu no âmbito da *Capital Markets Union* e a ESMA emitiu a opinião a este respeito, tal como já abordado em I. acima).

Assumia-se, aliás, como objetivo da adoção de um novo regime a eliminação da desvantagem competitiva das entidades nacionais face a entidades de outros Estados-Membros que podiam já comercializar estes veículos na União, e particularmente no território nacional, colocando o mercado em linha com os objetivos da *Capital Markets Union* da diminuição da excessiva dependência do setor bancário e da procura de formas de financiamento alternativas ao crédito bancário.

As questões chave colocadas pela CMVM ao mercado, foram, do nosso ponto de vista, as seguintes:

- a) Deve o regime prever apenas participação em créditos ou originção de créditos?
- b) O objeto dos fundos de créditos deve limitar-se exclusivamente à concessão de empréstimos e às atividades diretamente relacionadas ou devem ser autorizados a prosseguir outras atividades?
- c) Quais as atividades que lhes devem ser vedadas?
- d) O facto de os fundos serem fechados constitui medida suficiente para responder ao risco de liquidez?
- e) Deve haver alguma restrição ao tipo de investidor que pode subscrever as unidades de participação destes fundos?
- f) Que tipo de entidade gestora deve poder gerir fundos de créditos?
- g) A quem devem os fundos de créditos poder conceder crédito?
- h) Quais os requisitos de diversificação de carteira e limitações ao endividamento adequados?
- i) Quais os deveres de informação aos investidores e às autoridades de supervisão competentes adequados?
- j) Deverá ser introduzida a obrigação de realização de testes de esforço periódicos?

O modo como foram colocadas as questões e as considerações que a CMVM teceu à partida deixavam antever a tendência do regulador em alguma destas escolhas.

Desde logo a CMVM partiu do princípio de que *“por forma a limitar o risco decorrente da atividade dos fundos de créditos, mostra-se conveniente que os mesmos não sejam autorizados para as atividades de venda a descoberto de ativos ou operações de financiamento de valores mobiliários (incluindo empréstimo de valores mobiliários), e utilização de derivados, exceto com finalidades de cobertura do risco.”*

Também quanto ao tipo de investidores alvo o regulador tomou uma posição de partida: *“Dados os riscos inerentes à concessão de crédito pelos fundos, a comercialização dos fundos de créditos junto de investidores de retalho não se mostra a mais adequada, devendo a mesma circunscrever-se a investidores qualificados.”*, o mesmo se verificando quanto ao tipo de entidade que deveria poder gerir os

fundos: “*Atentas as especificidades dos fundos de créditos associadas à actividade de concessão de crédito, em particular o facto de os mesmos poderem ser fonte de risco sistémico, parece conveniente que não sejam geridos por entidades não abrangidas pelo regime AIFMD e que se encontrem sujeitas a requisitos de organização e de gestão simplificados.*”

A inclinação da CMVM quanto aos tipos de entidades a quem o fundo poderia conceder crédito foi igualmente expressa: “*Atentas as soluções vertidas nos regimes já previstos em outros Estados membros e, bem assim o referido na opinião da ESMA, os fundos de créditos devem ser proibidos de conceder empréstimos a particulares, a entidades financeiras, a organismos de investimento colectivo e ao respectivo gestor e entidades relacionadas*”.

Veremos em seguida o que efetivamente foi vertido na lei e regulamentação.

B. O Decreto-Lei n.º 144/2019

Volvidos mais de dois anos, o mercado celebrou com entusiasmo a publicação do Decreto-Lei n.º 144/2019 de 23 de setembro (“DL 144/2019”).

Este Decreto-Lei, para além de proceder à transferência para a CMVM das competências de supervisão sobre as sociedades gestoras de fundos de investimento e de fundos de titularização de créditos, alterou e aditou várias disposições ao Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo aprovado pela Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro (“RGOIC”), bem como do Regime Jurídico do Capital de Risco, Empreendedorismo Social e Investimento Especializado aprovado pela Lei n.º 18/2015, de 4 de março (“RJGRESIE”) e alterou decisivamente o Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (“RGICSF”), aprovado pelo Decreto-Lei 298/92 de 31 de dezembro).

Efetivamente, condição primeira e *sine qua non* para poderem existir em Portugal fundos de créditos era a eliminação das barreiras existentes à concessão de crédito por estes veículos. Isto porque até à publicação do DL 144/2019, o RGICSF previa algumas exce-

ções ao princípio geral da exclusividade de realização de operações de crédito a título profissional por instituições de crédito e sociedades financeiras mas nenhuma dessas exceções incluía organismos de investimento colectivo (artigo 8.º, números 2 e 4 do RGICSF).

Assim, o primeiro passo foi precisamente a alteração do RGICSF, aditando a alínea g) ao artigo 8.º, que prevê as exceções ao princípio da exclusividade¹⁰. Embora seja claro que os gestores de fundos alternativos autorizados ao abrigo da AIFMD podem usar o regime de passaporte previsto nessa Diretiva em Portugal, a redacção desta nova alínea g) do RGICSF deixa a dúvida sobre se um fundo de créditos constituído noutro Estado-Membro da União Europeia pode conceder empréstimos em Portugal. E há pouca esperança de que o futuro Código da Atividade Bancária venha a acrescentar a esta discussão, já que o anteprojeto publicado pelo Banco de Portugal prevê exatamente a mesma redacção.

Ultrapassado este impedimento, avançou o DL 144/2019 para a alteração do RJCRESE, optando o legislador por classificar os fundos de créditos como organismos de investimento alternativo especializado ou OIAE, e expressando claramente, no preâmbulo do DL 144/2019, os objetivos da alteração legislativa: *“É prevista, neste Regime, a criação dos fundos de créditos, tendo em vista a dinamização do mercado de capitais e a diversificação das fontes de financiamento das empresas. A criação destes fundos permite colmatar falhas de mercado na procura e oferta de financiamento e melhorar a complementaridade com o setor bancário e os setores do capital de risco e de titularização de créditos. Os fundos de créditos vão melhorar o financiamento da economia, de forma direta, através da concessão de crédito às empresas, e de forma indireta, mediante a aquisição de créditos, incluindo créditos em incumprimento, detidos pelos bancos, que assim ficam libertos para retomar a sua atividade de concessão de crédito.”*

¹⁰ “4 – O disposto no n.º 2 não obsta ao exercício, a título profissional:

[...]

g) Da concessão de crédito por organismos de investimento alternativo especializado de créditos, de acordo com as normas legais e regulamentares que regem a respetiva atividade.”

As alterações ao RJCRESIE foram cirúrgicas já que a opção pelo enquadramento dos fundos de créditos como organismos de investimento alternativo especializado¹¹ permite aplicar-lhes à partida o seu respetivo regime geral, incluindo o facto de cada ativo não poder representar mais do que 30% do respetivo valor global, o facto de serem necessariamente organismos fechados¹² e a limitação de apenas poderem ser comercializados junto de investidores qualificados (devido ao entendimento de que os riscos resultantes deste tipo de ativos apenas deverão ser assumidos por investidores com maior perceção desses riscos, tal como já antevisto na consulta pública).

Parece-nos fácil descortinar que o motivo principal pelo qual se terá optado pela configuração como organismo de investimento fechado foi o já avançado pela CMVM na consulta pública: o risco de liquidez do ativo subjacente (créditos). Os créditos, ao contrário, por exemplo, dos valores mobiliários, para os quais tendencialmente existe um mercado secundário que lhes confere liquidez, são ativos ilíquidos por natureza. A obrigatoriedade de ser um organismo fechado, por não permitir resgates antecipados, previne situações de corrida aos resgates por parte dos investidores (em caso de quebra de confiança, por exemplo), que potencialmente levaria à venda do património num curto espaço de tempo para dar resposta aos pedidos de resgate. Vendas de património nestes moldes potenciará um pior resultado em termos de preço, que se repercutiria nos montantes a receber pelos investidores e teria efeitos negativos nos mercados.

Assim, OIAE de créditos são OIAEs que invistam em créditos nos termos previstos em regulamento da CMVM – ao regulamento da CMVM chegaremos mais à frente.

Os OIAE de créditos, como OIAE que são, podem assumir a forma societária (sociedade de créditos, cujo capital é representado por acções) ou a forma de fundo (fundos de créditos, cujo capital é representado por unidades de participação). No caso de serem

¹¹ Artigo 5.º-B, número 1 do RJCRESIE, introduzido pelo DL 144/2019.

¹² i.e. com a subscrição apenas sendo possível durante um período pré-fixado e os resgates apenas na data de liquidação.

geridos por terceiros (ou seja, heterogeridos), os OIAE de créditos podem ser geridos por Sociedades Gestoras de Organismos de Investimento Colectivo ou por Sociedades Gestoras de Fundos de Capital de Risco, ambas autorizadas e supervisionadas pela CMVM.

Em resultado de serem integrados no RJCRESIE, os OIAE de créditos estão sujeitos a várias das regras gerais deste regime – como por exemplo as sociedades de créditos terem de ser sociedades anónimas com um capital social mínimo de €125.000, e os fundos de créditos terem um capital subscrito mínimo de €1.000.000.

Optou o legislador por permitir tanto a concessão como a participação em empréstimos¹³, o que se aplaude, já que é menos limitativo, mas que teve muito provavelmente impacto nas obrigações que foram impostas aos OIAE de créditos e suas entidades gestoras, como veremos mais à frente quando abordarmos o regulamento da CMVM.

Fica, no entanto, vedado aos OIAE de créditos a realização de vendas a descoberto de instrumentos financeiros, a utilização de operações de financiamento direto ou indireto de valores mobiliários e a utilização de instrumentos financeiros derivados, exceto com finalidades de cobertura de risco.

Por outro lado, ficam proibidos de conceder empréstimos às seguintes entidades¹⁴:

- a) Pessoas singulares;
- b) Instituições de crédito;
- c) Participantes diretos e indiretos no respetivo OIAE de créditos;
- d) Respetiva entidade gestora e entidades que se encontram em relação de domínio ou de grupo com a entidade gestora, ou as entidades com quem aquelas se encontrem em relação de domínio ou de grupo;
- e) Dpositário e entidades subcontratadas ou em relação de domínio ou de grupo com aquelas;
- f) Outros organismos de investimento coletivo.

¹³ Artigo 5.º -B, número 4 do RJCRESIE, introduzido pelo DL 144/2019

¹⁴ Artigo 5.º -C, alínea b) do RJCRESIE, introduzido pelo DL 144/2019.

Os OIAE de créditos podem, eles próprios, contrair empréstimos com vista a financiar a sua atividade de concessão de crédito a terceiros, desde que respeitados os seguintes limites: (i) os referidos empréstimos tenham uma duração igual ou superior à duração dos respetivos ativos que pretendem financiar, e (ii) não ultrapassem o limite de 60% do respetivo ativo total¹⁵.

Estavam assim lançadas as bases para a entrada em atividade dos fundos de créditos em Portugal e estabelecido que o regime entrasse em vigor a 1 de janeiro de 2020, sujeito à supervisão da CMVM. Mas ficava ainda a faltar a concretização de uma parte substancial do enquadramento, reservado para sede de Regulamento da CMVM, que só viria a ser publicado em 16 de abril de 2020.

C. O Regulamento da CMVM n.º 5/2020

Os moldes segundo os quais os OIAE de créditos podem conceder crédito, nomeadamente a composição do respetivo património, as regras de exposição por entidade ou grupo, regras de análise do risco de crédito, avaliação, monitorização e controlo do risco de crédito, testes de esforço, deveres relacionados com os mutuários e informação relativa a OIAE de créditos foram determinados pelo Regulamento da CMVM 5/2020 (que altera o Regulamento da CMVM 3/2015 relativo ao capital de risco, empreendedorismo social e investimento alternativo especializado). São também regulamentados os requisitos adicionais de experiência exigíveis ao órgão de administração destes organismos, prevendo-se que pelo menos um membro daquele órgão tenha experiência comprovada nas atividades de concessão de crédito e de avaliação e gestão do risco de crédito.

O projeto de Regulamento foi também submetido a consulta pública pela CMVM, que decorreu até 10 de Janeiro de 2020.

Vejam, então, em maior pormenor.

¹⁵ Artigo 5.º-D do RJCRESIE, introduzido pelo DL 144/2019.

i. O Património dos OIAEs de créditos

O património dos OIAE de créditos é constituído por créditos decorrentes de¹⁶:

- a) Empréstimos concedidos pelo OIAE de créditos, incluindo em associação do OIAE de créditos num consórcio bancário;
- b) Participações em empréstimos adquiridas pelo OIAE de créditos ao originador do crédito ou a terceiros (que inclui a aquisição de créditos em incumprimento detidos pelos bancos).

O prazo de vencimento dos créditos detidos pelo OIAE de créditos não pode exceder a duração do OIAE de créditos¹⁷. Se assim não fosse poderia dar-se o caso de, aproximando-se o fim da duração do OIAE de créditos, a entidade gestora se visse obrigada a alienar os créditos ainda não vencidos por um valor inferior ao de mercado de modo a que a liquidação do fundo pudesse ocorrer na data prevista, afetando negativamente os investidores e potencialmente os mercados em geral. No entanto, parece-nos ser de ponderar se esta proibição absoluta não retira flexibilidade em demasia *versus* os interesses que se visam proteger. Será que apenas um crédito que exceda a duração do OIAE de créditos colocaria a entidade gestora nesta situação? Provavelmente não. Por outro lado, a proibição absoluta pode impedir o OIAE de créditos de participar numa operação de compra de uma carteira de créditos que beneficiaria os investidores, no limite, porque apenas um dos créditos que constituem essa carteira tem uma duração superior à duração do OIAE de créditos.

Percebe-se, até pela natureza dos OIAE, que os créditos sejam o elemento fundamental do seu património. Mas, para além de créditos, pode ainda o OIAE de créditos adquirir para o seu património¹⁸:

¹⁶ Artigo 9.º-B, número 1 do Regulamento 5/2020.

¹⁷ Artigo 9.º-B, número 2 do Regulamento 5/2020.

¹⁸ Artigo 9.º-B, número 3 do Regulamento 5/2020.

- a) Liquidez¹⁹, com um limite máximo de 20% dos ativos do OIAE de créditos²⁰;
- b) Títulos representativos de dívida emitidos por mutuários elegíveis nos termos do RJCRESIE, com um limite máximo de 20% dos ativos do OIAE de créditos;
- c) Outros ativos que lhe advenham da satisfação dos créditos ou que demonstradamente sejam necessários para maximizar a satisfação dos mesmos²¹.

Para este efeito, os instrumentos financeiros que se enquadrem no âmbito da Norma Internacional de Relato Financeiro 9 (IFRS 9 – Instrumentos Financeiros) e que integrem o património dos OIAE de créditos são avaliados nos termos desta norma, sendo os restantes ativos avaliados segundo o método do justo valor.²²

Para reflexão futura fica a nota de que o limite absoluto de 20% de liquidez pode ser demasiado baixo na prática, já que pode impedir a entidade gestora de aproveitar uma boa oportunidade de venda de um crédito ou conjunto de créditos. Acresce que não temos por certo que o legislador tenha considerado uma situação muito frequente: o reembolso antecipado voluntário pelos mutuários, que é normalmente aplicável no mercado português. Se o crédito reembolsado antecipadamente tiver um valor suficientemente relevante, o OIAE de crédito pode ficar em situação de incumprimento de um momento para o outro sem que a entidade gestora o possa evitar. Assim, parece-nos que deveria, pelo menos, ser conferido um período de tempo razoável para repor os limites nestes casos.

¹⁹ Clarifica o número 4 do Artigo 9.º-B do Regulamento 5/2020 que se considera liquidez depósitos bancários suscetíveis de mobilização a todo o momento, certificados de depósito, unidades de participação de organismos de investimento do mercado monetário ou do mercado monetário de curto prazo e instrumentos financeiros emitidos ou garantidos por um Estado-Membro com prazo de vencimento residual inferior a 12 meses.

²⁰ Apenas aplicável a partir dos primeiros seis meses de atividade, nos termos do Artigo 9.º-B, número 5 do Regulamento 5/2020.

²¹ Nos documentos da consulta pública a CMVM dá como exemplo a conversão de créditos em participações sociais no âmbito de processo especial de revitalização.

²² Artigo 9.º-B, número 6 do Regulamento 5/2020.

Em resposta à consulta pública, tivemos oportunidade de notar que o regime deveria ser claro no sentido de permitir aos OIAEs de créditos investir em créditos que fossem representados por obrigações ou outros valores mobiliários representativos de dívida, já que esta é, hoje em dia, provavelmente uma opção de concessão de crédito tão comum como os contratos de mútuos ou abertura de crédito. Foi, no entanto, com desalento que verificámos que o investimento neste tipo de ativos foi limitado a 20% no Regulamento, já que retira flexibilidade, sem, a nosso ver, uma contrapartida atendível clara.

No que toca a diversificação de carteira, exige o Regulamento 5/2020, no seu artigo 9.º -C, que, a partir dos primeiros doze meses de atividade do OIAE de créditos (que corresponde ao prazo máximo regulamentar para outros tipos de OICs atingirem o seu valor líquido global mínimo), a respetiva carteira de créditos deve estar suficientemente diversificada, com um limite de créditos, por entidade ou por entidades em relação de controlo ou domínio, de 20% do ativo total do OIAE de créditos.

ii. Exigências relativamente à análise e monitorização do risco de crédito e testes de esforço

O órgão de administração da entidade responsável pela gestão de OIAE de créditos deve incluir pelo menos um membro com experiência comprovada nas atividades de concessão de crédito e de avaliação e gestão do risco de crédito²³.

Acresce que o sistema de gestão de risco da entidade responsável pela gestão do OIAE de créditos deve incluir²⁴:

- a) O modelo de concessão de crédito, incluindo designadamente os critérios de seleção dos créditos e de elegibilidade dos devedores e parâmetros de pontuação;

²³ Artigo 9.º-A do Regulamento 5/2020.

²⁴ Artigo 9.º-D, número 1 do Regulamento 5/2020.

- b) A criação de ficheiros de crédito com a compilação de toda a informação qualitativa e quantitativa sobre os mutuários;
- c) Um procedimento de decisão de concessão de crédito claramente formalizado e que descreva o processo de tomada de decisão pelos órgãos competentes, incluindo nas situações em que a gestão do risco seja subcontratada;
- d) A política de gestão de garantias e colaterais;
- e) Procedimentos de gestão de situações de incumprimento, incluindo o acompanhamento, a reestruturação e a prorrogação de créditos; e
- f) Procedimentos de mensuração dos créditos.

O procedimento de análise de risco no âmbito da concessão de crédito pode ser automatizado mediante definição do critério de elegibilidade e, em certas situações, utilizando um sistema de atribuição de uma pontuação ao empréstimo, devendo²⁵:

- a) O algoritmo utilizado ser descrito no programa de atividades;
- b) A elegibilidade para o critério ser documentada no dossier de crédito; e
- c) O processo de tomada de decisão ser formalizado.

No caso de um crédito concedido em associação do OIAE de créditos num consórcio bancário, a informação qualitativa e quantitativa sobre os mutuários pode ser recolhida por um outro participante no consórcio bancário, incluindo por instituição de crédito do mesmo grupo da entidade responsável pela gestão²⁶. Nesse caso a entidade responsável pela gestão mantém dossiers de crédito autónomos e estabelece procedimentos autónomos de decisão de concessão de crédito, incluindo sobre a análise de risco²⁷.

A entidade responsável pela gestão de OIAE de créditos deve estabelecer um procedimento de monitorização adequado, no

²⁵ Artigo 9.º-D, número 2 do Regulamento 5/2020.

²⁶ Artigo 9.º-D, número 3 do Regulamento 5/2020.

²⁷ Artigo 9.º-D, número 4 do Regulamento 5/2020.

mínimo numa base trimestral, das alterações à qualidade de cada crédito individualmente considerado, determinando, quando aplicável, os níveis de depreciação ou apreciação no valor dos créditos e, quando aplicável, nas garantias e no colateral²⁸.

O procedimento de monitorização do risco deve incluir as medidas operacionais a serem adotadas em caso de materialização do risco de crédito, designadamente a anulação do crédito, a recuperação e a ativação do colateral ou garantias.

A entidade responsável pela gestão de OIAE de créditos realiza testes de esforço, nos termos do n.º 2 do artigo 59.º do RJCRESLAE, com uma periodicidade mínima trimestral²⁹, que seguem os termos em que são realizados testes de esforço pelas entidades gestoras de organismos de investimento em capital de risco, ou seja, “*que lhes permitam avaliar e acompanhar os riscos de liquidez suportados pelo organismo de investimento em capital de risco naquelas condições*”.

iii. Exigências relativamente aos mutuários

Nas relações com os mutuários prevê-se que são aplicáveis à entidade gestora:

- a) Os deveres de informação previstos nas alíneas a), e) e h) do n.º 1 e nos n.ºs 3, 4 do artigo 312.º do Código dos Valores Mobiliários³⁰, com as devidas adaptações, sendo igualmente aplicável a periodicidade de comunicação da informação relativa ao custo do serviço prevista no n.º 9 do referido artigo;
- b) O dever de segredo profissional nos termos previstos para o segredo bancário³¹.

²⁸ Artigo 9.º-E, número 1 do Regulamento 5/2020.

²⁹ A novidade é a periodicidade mínima, já que n.º 2 do artigo 59.º do RJCRESLAE prevê apenas que os testes de esforço devem ser realizados regulamentemente.

³⁰ Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro.

³¹ Actualmente artigos 78.º e 79 do RGICSF.

Na concessão de empréstimos pelos OIAE de créditos aplica-se também o regime da concessão de crédito bancário, em termos de:

- a) Informação a prestar aos mutuários em matéria de taxas de juro e outros custos das operações de crédito³²;
- b) Contagem do prazo, juros remuneratórios, capitalização de juros e mora do devedor³³;
- c) Critério utilizado no arredondamento e no indexante da taxa de juro³⁴.

A lógica destas exigências tem primordialmente a ver com o objectivo de assegurar a igualdade de tratamento do lado dos mutuários, para que da sua perspectiva seja igual contratar o empréstimo junto de um banco ou de um fundo de créditos, no sentido da equivalência dos seus direitos e garantias (incluindo os direitos a receber informação e comparabilidade de impostos aplicáveis).

iv. Exigências de reporte específicas

No caso específico dos OIAE de créditos a informação anual a prestar nos termos do n.º 2 do artigo 15.^º³⁵ e do artigo 16.^º³⁶ do Regulamento pelas entidades gestoras deve incluir³⁷:

³² Matéria que atualmente resulta do Decreto-Lei n.º 220/94, de 23 de agosto, que regula o regime da taxa anual efetiva (TAE).

³³ Matérias que atualmente resultam do Decreto-Lei 58/2013, de 8 de maio.

³⁴ Matérias que atualmente resultam do Decreto-Lei n.º 171/2007, de 8 de maio.

³⁵ Obrigações aplicáveis já aos OIAE de créditos por serem OIAE: envio anual de ficheiro incluindo i) Carteira; b) Capital, desempenho e comissões; c) Participantes; d) Aquisição e alienação de ativos; e) Contas, com informação relativa ao balanço e demonstração de resultados.

³⁶ Também aplicável a todos os OIAE: enviar à CMVM, no prazo máximo de 30 dias a contar da realização da assembleia anual (dos participantes ou dos acionistas) os seguintes documentos, se aplicáveis: a) Relatório de gestão; b) Balanço, demonstração dos resultados, demonstração dos fluxos de caixa, demonstração de variações no capital próprio e anexos; c) Relatório de auditor registado na CMVM; d) Ata da assembleia anual; e) Demais documentos de prestação de contas exigidos por lei ou regulamento.

³⁷ Artigo 16.^º -A do Regulamento.

- a) A desagregação dos créditos detidos pelo OIAE de créditos em dívida preferencial garantida, dívida subordinada e dívida intercalar;
- b) A desagregação entre os créditos reembolsados de acordo com um plano de pagamentos e os créditos reembolsados numa única prestação;
- c) A desagregação do rácio entre o valor do empréstimo e o valor da garantia para cada um dos créditos detidos pelo OIAE de créditos;
- d) Informação relativa a exposições em incumprimento e a situações de renegociação, reestruturação e prorrogação de créditos; e
- e) Alterações significativas à avaliação do crédito e procedimentos de monitorização.

IV – Regime fiscal: um apelo

Embora o presente texto não verse sobre matérias fiscais (nem nós tenhamos o direito fiscal como área de prática ou a veleidade de nos alongarmos sobre essa matéria) não podíamos deixar de dar uma nota sobre o regime (ou a ausência de regime) fiscal dos OIAE de crédito.

De facto, ainda hoje, passados quatro anos da consulta pública sobre a introdução de um regime para estes organismos em Portugal, continua sem haver certezas sobre o seu enquadramento fiscal, o que é de lamentar já que sem alguma segurança a este respeito é muito pouco provável que algum operador económico se aventure a ser o primeiro a constituir um OIAE de créditos. E enquanto assim for Portugal estará em desvantagem face a outros Estados Membros da União Europeia que assegurem um tratamento fiscal competitivo a este instrumento de financiamento.

V. Conclusão

Com a implementação do novo regime dos fundos de créditos espera-se que finalmente Portugal tenha um verdadeiro mercado de “alternative lending”. Há que ter consciência que estas entidades não são concorrentes dos bancos tradicionais, mas sim um complemento à sua atividade de concessão de crédito, no sentido de estarem disponíveis a financiar PME's que, por variadíssimas razões, não conseguem aceder ao crédito bancário.

Ainda para mais nas presentes circunstâncias, considerando o impacto económico que a pandemia em curso possa vir a ter a curto/médio prazo em Portugal, os OIAE de créditos terão potencialmente ainda maior importância no setor, quer como fonte de financiamento como referido acima, quer até pela possibilidade de serem participantes activos na aquisição de créditos em incumprimento detidos pelos próprios bancos.

Nesse sentido, é de primordial importância que os nossos reguladores percebam que estas entidades vêm preencher um espaço vazio mas essencial no mercado de crédito português e que prestem todo o apoio necessário ao crescimento e desenvolvimento deste setor.

