



DOCUMENTO DE CONSULTA PÚBLICA DA CMVM

Sobre a possibilidade de previsão no ordenamento jurídico nacional dos fundos de créditos

O presente documento constitui um documento de trabalho da CMVM para efeitos exclusivamente de consulta pública, não sendo vinculativo relativamente a uma decisão final que a CMVM venha a adotar no âmbito das suas atribuições.

A presente consulta tem em vista, na prossecução das melhores práticas administrativas, auscultar os agentes do mercado, os investidores e o público em geral, sobre as questões aqui contidas. Nos termos constitucionais (artigo 267.º da Constituição da República Portuguesa) e legais (*i.e.* artigos 5.º, 11.º-12.º do Código do Procedimento Administrativo, pretende-se igualmente cumprir os deveres de eficiência e de boa administração, mediante a colaboração e a participação direta dos particulares através do envio de respostas às questões colocadas, mas também de sugestões e informação. Salienta-se que não foi iniciado qualquer procedimento administrativo tendente à prática de um ato administrativo ou normativo, reservando-se a CMVM a decisão de o vir ou não a fazer e em que termos.

As opiniões expressas neste documento de consulta indicam uma abordagem possível da CMVM, mas não constituem uma proposta formal ou uma decisão final em termos de política regulatória.

As respostas à presente consulta fornecerão à CMVM um importante contributo na preparação, se considerado oportuno e conveniente, de uma proposta legislativa.



ÍNDICE

I.	INTRODUÇÃO	2
II.	PROCESSO DE CONSULTA	3
III.	ENQUADRAMENTO	3
	III.1. Origem e tendências recentes	3
	III.2. Enquadramento normativo	6
	III.3. Tendências futuras: possível evolução em direção a um regime europeu harmonizado	6
IV.	LINHAS GERAIS DE UMA POSSÍVEL PROPOSTA E QUESTÕES A SEREM CONSIDERADAS	8
	IV.1. Estrutura, objeto e tipologia	8
	IV.2. Investidores destinatários	9
	IV.3. Entidades gestoras	9
	IV.4. Ativo	10
	IV.4.1. Maturidade dos empréstimos	10
	IV.4.2. Devedores elegíveis	10
	IV.5. Requisitos de diversificação	11
	IV.6. Endividamento	11
	IV.7. Deveres de informação aos investidores e às autoridades de supervisão competentes	11
	IV.8. Testes de esforço	12

I. INTRODUÇÃO

A CMVM submete a discussão pública, nos termos do artigo 267.º da Constituição da República Portuguesa e dos artigos 5.º e 11.º-12.º do Código do Procedimento Administrativo, a possibilidade de os organismos de investimento coletivo (OIC) concederem empréstimos diretamente às empresas, mediante a previsão no ordenamento jurídico nacional da figura dos fundos de créditos (usualmente conhecidos na designação em língua inglesa por *loan funds*), a qual pode ser configurada como uma submodalidade de organismo de investimento alternativo especializado.

Convidam-se, assim, os agentes do mercado, os investidores e o público em geral a pronunciarem-se sobre esta matéria, endereçando sugestões, informação e respostas às questões suscitadas.



Para efeitos do presente documento de consulta, tomaram-se designadamente em consideração os regimes nacionais dos Estados membros que preveem a originação de créditos pelos fundos de investimento, assim como a Opinião da ESMA intitulada “*Opinion - Key principles for a European framework on loan origination by funds*”¹.

II. PROCESSO DE CONSULTA

As respostas ao presente documento de consulta devem ser submetidas à CMVM até ao dia 30 de junho de 2017.

Os contributos devem ser remetidos, preferencialmente, para o endereço de correio eletrónico cmvm@cmvm.pt. As respostas à consulta pública podem igualmente ser remetidas, por correio normal, para a morada da CMVM (Rua Laura Alves, 4, 1050-138 Lisboa) ou por fax n.º 21 353 70 77/78.

Por razões de transparência, a CMVM propõe-se publicar os contributos recebidos ao abrigo desta consulta. Caso o respondente se oponha à referida publicação deve comunicá-lo expressamente no contributo a enviar.

Qualquer dúvida ou esclarecimento adicional sobre a presente consulta pública pode ser elucidada pela Dra. Helena Bayão Horta, jurista, pela Dra. Maria Ruiz de Velasco e pelo Doutor Luís Guilherme Catarino, todos do Departamento Internacional e de Política Regulatória.

III. ENQUADRAMENTO

III.1. Origem e tendências recentes

Os *loan funds* ou fundos de créditos são fundos cujo objeto consiste, a título exclusivo ou principal, na concessão de empréstimos (mútuos) diretamente pelos fundos aos mutuários – a designada originação de créditos ou, na designação em língua inglesa, *loan origination* -, na participação em

¹ - Trata-se de uma Opinião datada de 11 de abril de 2016, disponível em <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-opinion-eu-framework-loan-origination-investment-funds>, que identifica um conjunto de aspetos cuja ponderação se considera, na perspetiva da ESMA, necessária no estabelecimento de um regime europeu robusto em termos de *loan funds*.



consórcios de concessão de crédito ou na aquisição pelos fundos de empréstimos originados por bancos ou outras entidades, por via de cessão de créditos – a designada participação no crédito ou, na designação em língua inglesa, *loan participation*).

Os *loan funds* surgiram de modo mais marcado na sequência da crise financeira de 2007-08, como uma forma de financiamento à economia alternativa ao crédito bancário, numa altura de grandes dificuldades no setor bancário e de redução significativa da capacidade de financiamento pelos bancos. A concessão de empréstimos pelos fundos de investimento tem surgido desde então e até ao presente como particularmente útil, designadamente para as pequenas e médias empresas (PME) que, não conseguindo obter financiamento bancário, procuram outros canais de financiamento.

Verifica-se que iniciativas legislativas europeias adotadas nos últimos anos, tendentes a promover o financiamento da economia, em especial de PME, por entidades não bancárias têm previsto a originação de créditos pelos fundos de investimento. Inscrevem-se neste caso os regimes - diretamente aplicáveis no território nacional - relativos aos fundos europeus de capital de risco, aos fundos europeus de empreendedorismo social e aos fundos europeus de investimento de longo prazo, que vieram permitir que esses fundos possam conceder empréstimos, ainda que de modo limitado e apenas às empresas consideradas elegíveis².

A nível europeu, a originação de créditos pelos fundos é admitida em diversos Estados membros, ao abrigo, em diversos casos, de regimes jurídicos específicos, de origem nacional³. Na medida em que esses fundos correspondam a organismos de investimento alternativo (OIA) e os respetivos gestores estejam sujeitos à AIFMD, os mesmos podem ser comercializados de modo transfronteiriço, junto de investidores profissionais, incluindo em território nacional, ao abrigo do passaporte AIFMD.

No contexto indicado, afigura-se oportuna a discussão em torno da possibilidade de previsão no ordenamento jurídico nacional dos fundos de créditos, com os objetivos, entre outros, de eliminar

² - Até ao limite de 30% do total das entradas de capital e de capital subscrito não realizado do fundo, respetivamente, no art. 3.º/e), ii), do Regulamento (UE) N.º 345/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril de 2013, relativo aos fundos europeus de capital de risco, e no art. 3.º/1, e), iv) do Regulamento (UE) N.º 346/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril de 2013, relativo aos fundos europeus de empreendedorismo social, e no art. 10.º/c) do Regulamento (UE) 2015/760 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 29 de abril de 2015, relativo aos fundos europeus de investimento de longo prazo.

³ - É o caso, designadamente, da Alemanha, Espanha, França, Irlanda, Itália e Malta.



a desvantagem competitiva das entidades nacionais face a entidades de outros Estados-Membros que podem comercializar estes veículos na União, e particularmente no território nacional, colocando o mercado em linha com os objetivos da *Capital Markets Union* (veja-se *infra*) da diminuição da excessiva dependência do setor bancário e da procura de formas de financiamento alternativas ao crédito bancário.

Sublinha-se que a discussão em torno desta temática deverá tomar em consideração que os fundos de créditos são fundos com um conjunto de especificidades que requerem mecanismos de resposta regulatório adequados. Com efeito, tratamos de fundos que investem em empréstimos e, portanto, ativos por natureza ilíquidos, cuja avaliação pode revestir alguma subjetividade. Por outro lado, tratamos de fundos com um risco de incumprimento que pode colocar os fundos em dificuldades em honrar os seus compromissos perante os respetivos participantes. Existe, pois, um risco sistémico potencial, tanto mais significativo quanto a sua dimensão. O tema tem sido acompanhado e monitorizado a nível global, por diversas entidades e organismos, que têm designadamente trabalhado na identificação de todos os riscos associados aos fundos de créditos e de possíveis medidas de mitigação desses riscos⁴. Nesse âmbito, tem sido salientada a necessidade de assegurar que o *market-based finance* para as PME não seja promovido à custa da redução da proteção dos investidores, sendo necessário um enquadramento institucional que promova a confiança e a proteção dos investidores e assegure a estabilidade financeira. A temática dos fundos de créditos tem igualmente sido acompanhada no âmbito do tratamento do tema denominado de *shadow banking*, ou seja, da possibilidade dos fundos de investimento concederem crédito à economia sem se encontrarem sujeitos à regulação bancária.

⁴ - Destaca-se o acompanhamento e estudo da temática da originação de créditos pelos fundos de investimento realizado pela OCDE, pelo *Financial Stability Board*, *European Systemic Risk Board*, pela IOSCO, pela Comissão Europeia e pela ESMA.



III.2. Enquadramento normativo

No ordenamento jurídico nacional vigora o princípio geral de proibição de concessão de crédito pelos OIC, decorrente da Diretiva OICVM⁵, prevendo-se que constituem operações proibidas aos OIC a concessão de crédito, a oneração ou a prestação de garantias⁶.

Sem prejuízo, no quadro do regime AIFMD⁷, não existe disposição que impeça os OIA de conceder crédito, havendo, por conseguinte, margem de disposição na legislação nacional, encontrando-se essa possibilidade prevista no regime nacional relativamente às sociedades de capital de risco⁸.

III.3. Tendências futuras: possível evolução em direção a um regime europeu harmonizado

A possibilidade de se avançar para um regime europeu harmonizado dos fundos de créditos tem sido avançada, no contexto das iniciativas decorrentes da *Capital Markets Union* (CMU). A temática dos fundos de créditos inscreve-se nos principais desafios e objetivos a que a CMU procura responder, em particular, os objetivos (i) da diminuição da excessiva dependência do sistema bancário (típica do modelo continental vs o modelo norte-americano); (ii) da necessidade de novos canais e instrumentos que assegurem o encontro entre as disponibilidades e as necessidades de financiamento; e (iii) da necessidade de promover formas de financiamento das PME, mediante a agilização dos mecanismos de financiamento através de instrumentos do mercado.

De acordo com o referido no “*Action Plan on Building a Capital Markets Union*”⁹ o objetivo da Comissão é o de trabalhar com os Estados membros e com as autoridades de supervisão europeias para avaliar da necessidade de uma abordagem coordenada da temática da originação

⁵ - Nos termos do disposto no n.º 1 do art. 88.º da Diretiva 2009/65/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de abril, que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (Diretiva OICVM).

⁶ - Nos termos do art. 149.º/1 do Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo, aprovado pela Lei n.º 16/2015, de 24 de fevereiro.

⁷ - Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de Junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos.

⁸ - Nos termos do art. 9.º/1, b) do Regime Jurídico do Capital de Risco, do Empreendedorismo Social e do Investimento Especializado (RJRESIE), aprovado pela Lei n.º 148/2015, de 4 de março, que prevê que às sociedades de capital de risco é permitido “[i]nvestir em instrumentos de capital alheio, incluindo empréstimos e créditos, das sociedades em que participem ou em que se proponham participar.”

⁹ - Disponível no seguinte link: http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf



de créditos pelos fundos de investimento. Não se afasta a possibilidade de previsão de um regime europeu, na medida em que “[c]larification of the treatment of loan-originating funds in the regulatory framework could facilitate cross border development whilst ensuring they are regulated appropriately from an investor protection and financial stability perspective.”¹⁰

Ainda no contexto da CMU, a Comissão Europeia solicitou que a ESMA emitisse opinião sobre a originação de créditos pelos fundos de investimento, tendo em vista um possível regime jurídico europeu harmonizado, e que deu origem à “*Opinion - Key principles for a European framework on loan origination by funds*”, já anteriormente aludida.

A Opinião emitida pela ESMA salienta a importância de um regime europeu harmonizado que assegure condições de igualdade para os *stakeholders* e que reduza a arbitragem regulatória, por forma a promover a originação de créditos pelos fundos de investimento, em linha com os objetivos da CMU¹¹. Adicionalmente, a ESMA sublinha o entendimento de que a originação de créditos pelos fundos de investimento deve ser promovida no quadro de um regime jurídico necessário e adequado, que assegure mecanismos de redução do risco sistémico¹². A ESMA identifica nesse documento um conjunto de aspetos cuja ponderação se considera necessária no estabelecimento de um regime europeu robusto, para tal considerando que o mesmo deve incluir regras relativas, designadamente, à autorização deste tipo de fundos e dos seus gestores, aos investidores elegíveis, às operações permitidas, aos requisitos organizativos para os gestores e ao endividamento.

Suscita-se a questão da necessidade, oportunidade e vantagens da previsão nacional desta figura dos fundos de créditos no regime jurídico português, até que venha a ser adotado um regime europeu harmonizado, à semelhança do que sucedeu já em diversos Estados membros.

¹⁰ - “*Action Plan on Building a Capital Markets Union*”, p. 10.

¹¹ - “*Opinion - Key principles for a European framework on loan origination by funds*”, p. 1: “ESMA is of the view that a common approach at EU level would contribute to a level playing field for stakeholders, as well as reducing the potential for regulatory arbitrage. This could in turn facilitate the take-up of loan origination by investment funds, in line with the objectives of the Capital Markets Union.”

¹² - “*Opinion - Key principles for a European framework on loan origination by funds*”, p. 3: “ESMA is of the view that funds should provide credit under a suitable framework such that systemic risk is mitigated, and, in any case, is no higher than that posed by bank lending. The requirements of such a framework should also be appropriate to the specific characteristics of funds and fund management. Furthermore, ESMA is of the opinion that the European Commission should, in its work on CMU, assess the need for frameworks which harmonise the loan participation activities and variations on these activities that fall somewhere between loan participation and loan origination.”



Questão 1: Concorda com a previsão no regime português da figura dos fundos de créditos? Quais as vantagens potenciais e os principais riscos que podem ser associados à previsão dessa figura?

IV. LINHAS GERAIS DE UMA POSSÍVEL PROPOSTA E QUESTÕES A SEREM CONSIDERADAS

IV.1. Estrutura, objeto e tipologia

Conforme se refere na Opinião da ESMA *supra* referenciada, sem prejuízo de as atividades de originação de créditos e de participação no crédito pelos OIC terem semelhanças, na medida em que ambas permitem a concessão de crédito pelos OIC, existem algumas diferenças, particularmente em termos de modelos e de requisitos de negócio. No primeiro caso, os OIC atuam como mutuante único e inicial (*sole and primary lender*), ao passo que no segundo caso os OIC adquirem exposição a empréstimos através de participações adquiridas em mercado secundário.

Questão 2: Uma eventual proposta de fundos de créditos deve abranger a originação de créditos e a participação em empréstimos ou deve limitar-se à originação de créditos?

Questão 3: O objeto dos fundos de créditos deve limitar-se exclusivamente à concessão de empréstimos e às atividades diretamente relacionadas com essa atividade ou os fundos devem ser autorizados a prosseguir outras atividades? Neste último caso, quais?

Adicionalmente, 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.

Questão 4: Concorda com a proibição das atividades de venda a descoberto de ativos, operações de financiamento de valores mobiliários (incluindo empréstimo de valores mobiliários) e utilização de derivados, exceto com finalidades de cobertura de risco?



Os ativos de investimento dos fundos de créditos são ativos por natureza ilíquidos e que, não sendo valores mobiliários, não permitem o acesso à liquidez dos mercados secundários. Existe, por isso, um risco de liquidez, ou seja, o risco de situações de desfasamento entre a maturidade e a liquidez dos ativos e responsabilidades. Nessa medida, parece conveniente que a concessão de empréstimos pelos fundos seja admitida no contexto de um fundo fechado e que não se permitam resgates, tendo em vista acautelar as eventuais situações de quebras súbitas de confiança dos investidores ou de corrida aos resgates em fundos abertos, obrigando a vendas a qualquer preço (*“fire sales”*), com efeitos bastante negativos nos fundos e na situação patrimonial dos participantes e nos mercados.

Questão 5: A obrigação de os fundos de créditos serem fechados e de não admitirem resgates constitui uma medida suficiente para responder ao risco de liquidez? Existem outros mecanismos de mitigação do risco de liquidez que possam ser adequados?

IV.2. Investidores destinatários

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.

Questão 6: Atentos os específicos riscos inerentes aos fundos de créditos, concorda que a sua comercialização se deva circunscrever a investidores qualificados?

IV.3. Entidades gestoras

Atentas as especificidades dos fundos de crédito associadas à atividade 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.

Adicionalmente, suscita-se a questão de saber se o regime deve prever requisitos adicionais relativamente às entidades gestoras de fundos de créditos, designadamente em termos de



conhecimentos, experiência e *expertise* para a atividade de concessão de crédito e em termos de avaliação e de gestão do risco de crédito.

Questão 7: Concorda que os fundos de créditos devem ser geridos por entidades autorizadas nos termos da AIFMD?

Questão 8: Tendo em conta as especificidades da atividade de concessão de empréstimos, concorda que devam ser previstos requisitos adicionais relativamente às entidades gestoras, designadamente em termos de conhecimentos, experiência e *expertise* para a atividade de concessão de crédito e de avaliação e de gestão do risco de crédito?

IV.4. Ativo

IV.4.1. Maturidade dos empréstimos

Tendo em consideração o supra referido risco de liquidez e a necessidade de evitar situações de desfasamento entre maturidade e liquidez, parece conveniente prever que o prazo dos empréstimos concedidos não excedam a duração do fundo.

Questão 9: Concorda que os empréstimos devam ter uma maturidade que não exceda a duração do fundo?

IV.4.2. Devedores elegíveis

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 coletivo e ao respetivo gestor e entidades relacionadas.

Questão 10: Concorda que devam existir limitações em termos de devedores elegíveis? Em caso afirmativo, quais?



IV.5. Requisitos de diversificação

A diversificação do investimento constitui uma ferramenta que permite mitigar os riscos de concentração e de contraparte, mostrando-se conveniente a fixação de uma percentagem máxima de exposição a risco de crédito por entidade e grupo.

Questão 11: Concorda com a fixação de um limite máximo de exposição a risco de crédito por entidade e grupo? Em seu entender, qual o limite adequado?

IV.6. Endividamento

Na medida em que o endividamento altera o perfil de risco do fundo, suscita-se a questão de saber se o mesmo deve ser permitido e, em caso afirmativo, se deve ser previsto um limite.

Por um lado, a possibilidade de endividamento confere maior flexibilidade aos fundos de crédito. Por outra parte, porém, o endividamento potencia o risco de concorrência e de arbitragem regulatória com o setor bancário. Nessa medida, a fixação de um limite de endividamento parece ser apropriada, em especial se conjugado com um limite à transformação de crédito (*“loan to capital ratio”*).

Questão 12: Concorda que o endividamento deva ser permitido aos fundos de créditos, sujeito a um limite?

IV.7. Deveres de informação aos investidores e às autoridades de supervisão competentes

Dada a natureza da classe de ativos em que os fundos de créditos investem, mostra-se conveniente que seja disponibilizada aos investidores informação sobre os riscos específicos decorrentes da concessão de crédito. Esta informação deve ser disponibilizada, nomeadamente, nos documentos do fundo e nos relatórios periódicos.

Questão 13: Concorda com a previsão de deveres de informação específicos aos investidores?



A informação sobre a atividade dos fundos de créditos mostra-se essencial para permitir que as autoridades competentes possam monitorizar a sua atividade tendo especial atenção, designadamente, ao risco sistémico associado ao crescimento do crédito.

Questão 14: Concorda que a supervisão da atividade dos fundos de créditos requer a previsão de deveres de informação específicos às autoridades competentes?

IV.8. Testes de esforço

A realização de testes de esforço, periódicos, ajustados em função da atividade, afigura-se constituir uma medida adequada a obter perceção quanto aos possíveis efeitos negativos sobre os fundos de crédito de possíveis eventos ou alterações futuras nas condições económicas.

Questão 15: Concorda que a realização de testes de esforço ajustados em função da atividade constitui um mecanismo importante de perceção quanto a possíveis efeitos negativos sobre os fundos de crédito decorrentes de eventos futuros?