



Publicação disponível em: <https://blook.pt/publications/publication/050b09546c23/>

O REGULAMENTO DAS TITULARIZAÇÕES E O REGULAMENTO DOS PROSPETOS

ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA

REVISTA DE DIREITO FINANCEIRO E DOS MERCADOS DE CAPITAIS, VOL. 2 (2020), NO. 8, 193-224



ALEXANDRE NORINHO DE OLIVEIRA, LLM¹
Advogado da PLMJ

O Regulamento das Titularizações e o Regulamento dos Prospetos: a aproximação do quadro regulatório aplicável a titularizações privadas e públicas?²

Securitisation Regulation and Prospectus Regulation: blurring the line between private and public deals?

RESUMO: A recente entrada em vigor do Regulamento das Titularizações constitui um importante marco na harmonização ao nível da UE do regime aplicável a titularizações de créditos, tradicionalmente apenas objeto de esparsa regulação. Contudo, a aplicação indistinta dos importantes requisitos de transparência, combinada com a simplificação do quadro legal aplicável à elaboração de um prospeto resultante do Regulamento dos Prospetos, contribuem para esbater as diferenças entre o regime aplicável a titularizações privadas e públicas.

Palavras chave: (i) titularização de créditos; (ii) prospetos; (iii) divulgação de informação; (iv) requisitos de transparência.

¹ alexandre.norinhooliveira@plmj.pt. As opiniões expressas no presente texto são exclusivamente pessoais.

² Em face da rápida evolução legislativa que o tema em apreço tem conhecido, revela-se particularmente oportuno sublinhar que o presente texto foi concluído em 30 de maio de 2020. As opiniões expressas no presente texto são exclusivamente pessoais.

ABSTRACT: *The recent entry into force of the Securitisation Regulation constitutes a key EU law harmonisation milestone with regards to regulating securitisations, traditionally only sparsely regulated at EU level. However, the indistinctive application of extensive transparency requirements resulting therefrom, combined with the simplification of the prospectus legal framework introduced by the new Prospectus Regulation, contributed to blur the differences between the legal framework applicable to private and public securitisations.*

Key-Words: *(i) securitisation; (ii) prospectus; (iii) information disclosure; (iv) transparency requirements.*

SUMÁRIO: 1. Introdução e enquadramento. 2. Regulamento das Titularizações. 3. Requisito de transparência: 3.1. Obrigação de disponibilização de informação; 3.2. Disponibilização de informação antes da fixação dos preços; 3.3. Disponibilização de informação numa base periódica; 3.4. Repositório de titularizações; 3.5. Divulgação de informação privilegiada. 4. O Regulamento dos Prospectos. 5. Breve comparação entre o regime aplicável a titularizações privadas e a públicas: 5.1. Quadro legal anteriormente em vigor; 5.2. Quadro legal atualmente em vigor: análise comparativa entre titularizações públicas e titularizações privadas. 6. Breve apreciação do novo quadro legal. 7. Considerações finais e conclusão.

1. Introdução e enquadramento

No rescaldo da crise financeira global assistiu-se a uma reforma abrangente da legislação da União Europeia (UE) em matéria de mercado de capitais, destinada a corrigir as falhas identificadas, *inter alia*, na regulação de instrumentos de financiamento estruturados (*structured finance*).

O referido esforço legislativo assentou na perceção do significativo papel desempenhado pelos mecanismos de financiamento estruturado³ e pela falta de regulação⁴ na origem e no quadro da

³ Adair Turner, *The Turner Review – A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, Financial Services Authority (2009); Steven L. Schwarcz, *Securitization, Structured Finance, and Covered Bonds*, 39 J Corp L (2013), 130.

⁴ Jonatham Hill, *Capital Markets Union – Finance Serving the Economy*, Discurso da Comissão Europeia, Bruxelas (6 de novembro de 2014).

crise financeira global. Assim, os diplomas aprovados visavam estabelecer o quadro regulatório necessário à criação de uma União de Mercado de Capitais, tendo por desígnio *último* permitir aos emittentes de valores mobiliários na UE diversificar as fontes de financiamento e, desse modo, permitir às instituições de crédito mitigar o risco associado às suas posições de risco, ao mesmo tempo que é apoiado e fomentado o crescimento na UE.

A regulamentação de mercado de capitais tem tradicionalmente – no que à divulgação de informação no contexto de uma oferta de valores mobiliários diz respeito⁵ – partido do conceito de “oferta de valores mobiliários ao público”, ou simplesmente “oferta pública”. Esta definição tem-se revelado (e continua a revelar-se) absolutamente estrutural para o legislador da UE e dela tem partido a separação, na perspectiva dos emittentes, entre, por um lado, ofertas (públicas) nas quais o volume, forma e mesmo a sequência de apresentação são regulados na forma de um prospeto e, por outro lado, ofertas que não têm, de um modo geral, recebido do legislador o mesmo grau de atenção. Na medida em que a responsabilidade pela elaboração e divulgação do prospeto recai, em primeira linha, sobre o emittente⁶, percebe-se o relevo que a leitura binária resultante de uma separação estrutural entre ofertas públicas e privadas apresenta na perspectiva dos emittentes.

No entanto, diplomas recentemente aprovados (dos quais destacamos os dois diplomas no centro do presente artigo) visam ajustar a legislação à realidade económica dos emittentes da UE, incluindo no contexto de uma titularização de créditos. Este movimento legislativo decorre da constatação do risco para a própria estabilidade financeira que um reduzido crescimento económico representa e da importância de assegurar um equilíbrio regulatório entre a ante-

⁵ A respeito do papel central e fundamental desempenhado pela divulgação de informação no contexto do direito dos valores mobiliários, cfr. José Ferreira Gomes/Diogo Costa Gonçalves, *Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas*, Vol. 1, AAFDL Editora: Lisboa (2018), 54-61.

⁶ A responsabilidade pela elaboração de um prospeto recai também sobre as demais entidades indicadas no artigo 149.º do Código dos Valores Mobiliários, designadamente sobre um oferente no contexto do mercado secundário de obrigações.

riormente referida redução do risco associada ao recurso ao mercado de capitais em geral e o estímulo ao crescimento (designadamente através da diversificação das fontes de liquidez à disposição dos emitentes).

Ao longo da presente exposição, procuramos aflorar um conjunto de evoluções legislativas recentes que têm contribuído para esbater a tradicional separação entre titularizações públicas e privadas⁷, no que respeita ao quadro legal aplicável à disponibilização de informação aos investidores, assinalando algumas manifestações de uma crescente aproximação *de facto* entre os dois regimes.

A abordagem desta temática terá como ponto de partida a realização de uma oferta no contexto de uma operação de titularização de créditos pela importância que, na opinião do autor, o Regulamento das Titularizações assume no âmbito da discussão em apreço.

2. Regulamento das Titularizações

O Regulamento (UE) 2017/2402, de 12 de dezembro de 2017 (Regulamento das Titularizações), veio introduzir importantes alterações ao enquadramento legal aplicável a operações de titularização de créditos realizadas na UE.

Numa palavra, o Regulamento das Titularizações institui, por um lado, um quadro geral de regras aplicável a qualquer titularização⁸ e, por outro lado, introduz o conceito específico de titularizações qualificadas como “simples, transparentes e padronizadas” (STS), as quais seguem um quadro legal específico e beneficiam de um regime prudencial mais favorável.

Pretendeu o legislador, com a referida inovação legislativa, “dar resposta aos riscos inerentes a titularizações altamente complexas, opacas e arriscadas [e] garantir que são adotadas regras para melhor diferenciar os produtos simples, transparentes e padroniza-

⁷ Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.ª ed., Almedina: Coimbra (2018), 356.

⁸ *Rectius*, aplicável a qualquer titularização qualificada como tal ao abrigo da definição prevista no Regulamento das Titularizações.

dos dos instrumentos complexos, opacos e arriscados e para aplicar um regime prudencial mais sensível ao risco”⁹.

A sua entrada em vigor significou a remoção das principais disposições aplicáveis a titularizações até então dispersas por legislação setorial aplicável a instituições de crédito (CRR¹⁰), seguradoras (Solvência II¹¹) e a sociedades gestoras de fundos de investimento (AIFMD¹²), as quais foram, com a aprovação e entrada em vigor do Regulamento das Titularizações, concentradas e reformuladas num novo regime jurídico harmonizado.

O Regulamento das Titularizações vem regular um conjunto de aspetos tradicionalmente votados à liberdade contratual das partes. Muito resumidamente, destacaríamos, pelo respetivo impacto e relevância, as seguintes matérias¹³:

- (i) *Em primeiro lugar, são introduzidos requisitos de diligência devida (due diligence) aplicáveis aos investidores institucionais*¹⁴ (artigo 5.º do Regulamento das Titularizações). Sumariamente, é estabelecido que os investidores institucionais deverão assegurar-se que (no caso de cedente ou

⁹ Considerando n.º 3 do Regulamento das Titularizações.

¹⁰ Regulamento (UE) n.º 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 e que altera o Regulamento (UE) n.º 648/2012.

¹¹ Diretiva 2009/138/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 25 de novembro de 2009, relativa ao acesso à atividade de seguros e resseguros e ao seu exercício.

¹² Diretiva 2011/61/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos e que altera as Diretivas 2003/41/CE e 2009/65/CE e os Regulamentos (CE) n.º 1060/2009 e (UE) n.º 1095/2010.

¹³ Para um resumo das principais novidades introduzidas pelo Regulamento das Titularizações, Paula Gomes Freire, *A titularização simples, transparente e padronizada: o novo regime europeu*, em *O Novo Direito dos Valores Mobiliários – Vol. 2, II Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, coord. Paulo Câmara, Coleção Governance Lab., Almedina: Coimbra (2019), 17-22.

¹⁴ “Investidores institucionais” são definidos como: empresas de seguros, empresas de resseguros, instituições de realização de planos de pensões profissionais, gestores de fundos de investimento alternativos (GFIA), sociedades gestoras de organismos de investimento coletivo em valores imobiliários (OICVM) ou instituições de crédito, conforme detalhado no artigo 2, parágrafo 12 do Regulamento das Titularizações.

mutuante inicial estabelecido na União não ser uma instituição de crédito nem uma empresa de investimento ou caso o cedente ou o mutuante inicial esteja estabelecido num país terceiro) o cedente ou mutuante inicial “concede todos os créditos que dão origem a posições em risco subjacentes com base em critérios sólidos e bem definidos e em processos de aprovação, alteração, renovação e financiamento desses créditos claramente estabelecidos” e que é cumprida a obrigação de retenção de risco, referida em seguida. Acresce ainda o dever de levar a cabo uma avaliação que incida sobre as “características de risco de cada posição de titularização e das posições em risco subjacentes”, “todas as características estruturais da titularização que possam ter um impacto significativo no desempenho da posição de titularização” e “no que respeita à titularização notificada como STS (...), a conformidade de tal titularização com os requisitos estabelecidos”¹⁵;

- (ii) *Em segundo lugar*, é prevista a obrigação de retenção de risco (na operação de titularização) por parte do cedente, patrocinador ou pelo mutuante inicial (artigo 6.º do Regulamento das Titularizações), em virtude da qual caberá ao cedente, patrocinador ou ao mutuante inicial de uma operação de titularização de créditos manter, “de forma contínua, um interesse económico líquido substancial na titularização não inferior a 5%.” Sublinharíamos ainda que o legislador clarificou que o cumprimento deste dever deverá recair, a título supletivo (i.e., na ausência de acordo entre as partes) sobre o cedente¹⁶. A proibição de o cedente selecionar os ativos a transferir (*cherry-pick*) para a sociedade de titulariza-

¹⁵ N.º 3 do artigo 5.º do Regulamento das Titularizações.

¹⁶ Consideramos particularmente relevante a proibição, consagrada no n.º 2, de o cedente selecionar os ativos a transferir (*cherry-pick*) para a sociedade de titularização de créditos com a intenção de provocar perdas (*rendering losses*) “superiores às perdas ocorridas durante o mesmo período sobre ativos comparáveis detidos no balanço do cedente”. Pretende-se salvaguardar a integridade do portfólio transferido, procurando evitar uma dolosa degradação do correspondente perfil de risco.

ção de créditos com a intenção de provocar perdas (*rendering losses*) “superiores às perdas ocorridas durante o mesmo período sobre ativos comparáveis detidos no balanço do cedente”¹⁷ também é digna de nota. As referidas proibições visam salvaguardar a integridade do portfólio transferido, procurando evitar uma degradação do correspondente perfil de risco. O cumprimento da obrigação de retenção pode configurar-se de diversas formas, pela detenção de pelos menos 5% do valor nominal, designadamente através (i) da detenção de cada uma das tranches da operação de titularização, (ii) de tranches aleatoriamente selecionadas ou (iii) da primeira tranche a suportar perdas (*first loss exposure*);

- (iii) *Em terceiro lugar*, os critérios de concessão de crédito (artigo 9.º do Regulamento das Titularizações) aplicados às posições de risco a titularizar também são objeto de regulação. Com efeito, é estabelecido que os cedentes, patrocinadores e mutuantes iniciais deverão aplicar os mesmos critérios – “sólidos e claramente definidos”, que permitam uma rigorosa avaliação da qualidade de crédito do (potencial) devedor – na concessão de créditos, não estabelecendo diferenças na sua aplicação consoante estejam em causa, ou não, créditos destinados a titularização;
- (iv) *Em quarto lugar*, são introduzidos requisitos de transparência (artigo 7.º do Regulamento das Titularizações), que consistem num conjunto de obrigações de informação que deverão ser observadas em vários momentos de uma emissão de obrigações titularizadas. Tais deveres acompanham a operação de titularização desde a sua preparação (através da disponibilização de informação a potenciais investidores) à sua emissão e, numa base regular, até à maturidade da operação.

O cumprimento da obrigação de retenção pode configurar-se de diversas formas, designadamente pela detenção de pelos menos 5% do valor nominal (i) de cada uma das tranches da operação de titularização, (ii) de tranches aleatoriamente selecionadas ou (iii) da primeira tranche a suportar perdas (*first loss exposure*).

¹⁷ N.º 2 do artigo 6 do Regulamento das Titularizações.

É ponto assente que, atenta a transversalidade das questões jurídicas que suscitam e a correspondente relevância, cada uma das principais características acima elencadas justificaria, por valor próprio, similar exposição, motivo pelo qual o presente estudo é dedicado, em primeira linha, aos *requisitos de transparência* e ao correspondente impacto no enquadramento legal aplicável.

Por fim, refira-se que o âmbito objetivo do Regulamento das Titularizações é delimitado à luz da definição de “titularização” aí prevista¹⁸, incluindo a titularizações não qualificadas como STS (i.e., titularizações tradicionais e titularizações sintéticas).

Pelo contrário, operações de titularização de crédito que não preencham os requisitos para a respetiva qualificação como “titularização” ao abrigo do Regulamento das Titularizações continuarão a reger-se pelo quadro legal em vigor em cada um dos Estados-Membros. No caso específico de Portugal, operações que não se enquadrem na definição estabelecida pelo Regulamento das Titularizações (e que, por esse motivo, estejam de fora do respetivo âmbito de aplicação) continuarão a reger-se pelo Regime Jurídico da Titularização de Créditos (RJTC)¹⁹, desde que qualificada como titularização nos termos do referido diploma nacional.

¹⁸ O Regulamento das Titularizações define “titularização” como “uma 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 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.” (itálico nosso).

¹⁹ Aprovado pelo Decreto-Lei 453/99, de 5 de novembro. O RJTC foi objeto de assinaláveis alterações com a entrada em vigor da Lei n.º 69/2019, de 28 de agosto, a qual executa o Regulamento das Titularizações e cria um regime específico para a titularização de créditos STS.

3. Requisitos de transparência

3.1. Obrigação de disponibilização de informação

Entrando em maior detalhe, o artigo 7.º do Regulamento das Titularizações prevê que o cedente dos créditos, o patrocinador e a sociedade de titularização de créditos²⁰ deverão assegurar a disponibilização de determinada informação aos obrigacionistas, autoridades competentes e, mediante solicitação, a potenciais investidores.

Numa perspetiva temporal, distingue-se entre a informação que deverá ser disponibilizada antes mesmo da fixação dos preços²¹ (i.e., prospeto, documentação contratual da operação subjacente ou resumo, memorando descritivo da operação e notificação STS, se aplicável) e a informação que deverá ser disponibilizada numa base regular após a realização da titularização ou mediante a ocorrência esporádica de um evento que constitua informação privilegiada.

A informação a disponibilizar tem um amplo âmbito que incide não apenas sobre a transação, mas também sobre os riscos (e créditos) subjacentes (*underlying exposures*), dessa forma permitindo aos investidores terem as condições necessárias para levar a cabo um exercício de *due diligence*, sobre o qual deverá necessariamente assentar uma decisão de investimento informada²².

Institui-se, de igual modo, o dever de assegurar a disponibilização aos investidores de informação sobre as posições de risco subjacentes numa base regular, durante a vida da operação.

²⁰ Sem prejuízo de o Regulamento das Titularizações utilizar a definição de “entidade com objeto específico de titularização”, recorreremos, ao longo da presente exposição, ao conceito de “sociedade de titularização de créditos” ou “STC”, por se apresentar como a figura jurídica que, no ordenamento jurídico português, melhor corresponde a “uma sociedade (...) criada com o objetivo de realizar uma ou várias operações de titularização, cujas atividades estejam limitadas à realização desse objetivo e cuja estrutura se destine a isolar as obrigações” da STC das do cedente (*segregação patrimonial*). Sobre a natureza e objetivo das STCs, cfr. Diogo Leite de Campos/Manuel Monteiro, *Titularização de Créditos*, Almedina: Coimbra (2001), 90-91,103-104; João Calvão da Silva, *Titularização de Créditos – Securitization*, Almedina: Coimbra (2013), 129.

²¹ Artigo 7.º/1 do Regulamento das Titularizações.

²² Considerando n.º 12 do Regulamento das Titularizações.

Os referidos deveres – explanados em maior detalhe nas seções que seguem – têm o claro objetivo de fomentar a transparência no contexto das titularizações de crédito (por vezes conotadas com alguma opacidade) e de padronizar a informação disponibilizada ao mercado.

3.2. Disponibilização de informação antes da fixação dos preços

A informação a disponibilizar antes mesmo da fixação dos preços inclui toda a documentação subjacente que seja essencial para o conhecimento da operação, incluindo o documento final da oferta ou o prospeto (quando for aplicável a exigência de elaboração de um prospeto nos termos do Regulamento (UE) 2017/1129, de 14 de junho de 2017 (Regulamento dos Prospetos)²³, juntamente com a correspondente documentação contratual (al. b) do artigo 7.º/2 do Regulamento das Titularizações). Aqui se incluem, de igual modo, eventuais acordos de derivados e de garantias, assim como contratos de gestão (*servicing*) e de abertura de conta.

Adicionalmente, nas titularizações que não envolvam a elaboração de um prospeto, será devida a elaboração de um “resumo da operação ou uma síntese das [suas] principais características” (al. c) do artigo 7.º/2 do Regulamento das Titularizações). O referido documento (usualmente referido como *information memorandum*) inclui informações sobre a estrutura do acordo, características da posição de risco e “sobre os direitos de voto dos detentores de uma posição de titularização e a sua relação com outros credores garantidos”.

Por fim, o dever de disponibilizar a notificação STS (no caso específico das titularizações STS, nos termos da al. d) do artigo 7.º/2 do Regulamento das Titularizações) e eventual informação privilegiada cuja divulgação seja devida nos termos da legislação em

²³ O Regulamento dos Prospetos veio revogar a Diretiva 2003/71/CE, com efeitos a partir de 1 de julho de 2019.

matéria de abuso de mercado²⁴ (al. f) do artigo 7.º/2 do Regulamento das Titularizações).

3.3. Disponibilização de informação numa base periódica

O Regulamento das Titularizações introduz o dever de disponibilização, numa base trimestral²⁵, de informação sobre as posições de risco subjacentes e sobre a carteira de créditos cedida e relatórios de investimento (nos termos das als. a) e e) do artigo 7.º/2 do Regulamento das Titularizações).

Os referidos relatórios deverão conter (i) todos os dados materiais relevantes relativos à qualidade e desempenho dos créditos cedidos, (ii) informações sobre eventos que desencadeiam alterações nas prioridades de pagamento ou a substituição de alguma contraparte e (iii) informações sobre os riscos retidos (para cumprimentos da obrigação de retenção de risco referida *supra*).

Com o intuito de fomentar a transparência e permitir aos investidores (atuais e potenciais) monitorizar e comparar a informação disponibilizada²⁶, a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) elaborou, em estreita colaboração com a Autoridade Bancária Europeia e a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma, projetos de normas técnicas uniformizadas (*regulatory technical standards*)²⁷ e normas de implementação uniformizadas (*implementing technical stan-*

²⁴ Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, relativo ao abuso de mercado.

²⁵ Ou mensal, no caso de operações de titularização cujos valores mobiliários emitidos “consistam principalmente em papel comercial garantido por ativos com um prazo de vencimento inicial não superior a um ano” (Artigos 2.º/7 e 7.º/1 do Regulamento das Titularizações). Em todo o caso, a periodicidade mínima obrigatória prevista no Regulamento das Titularizações não afasta a possibilidade de as partes assumirem o compromisso de disponibilizar informação de modo ainda mais frequente. ESMA, *Questions and Answers, On the Securitisation Regulation*, questão n.º A5.1.10, 27.

²⁶ ESMA, *Questions and Answers, On the Securitisation Regulation*, questão n.º A5.1.1(d), 20-21.

²⁷ Artigo 7.º/3 do Regulamento das Titularizações.

ards)²⁸. As referidas normas técnicas serão objeto de aprovação através de ato delegado da Comissão Europeia e visam especificar as informações a disponibilizar e o respetivo formato, desse modo contribuindo para a uniformização na informação disponibilizada ao mercado.

Conforme seria expectável, o facto de os projetos de normas uniformizadas divulgadas pela ESMA não diferenciarem adequadamente entre titularizações privadas e públicas tem suscitado alguma resistência junto dos *stakeholders* relevantes²⁹, em particular por representarem uma significativa inflexão face ao sentido dos projetos inicialmente apresentados, nos quais era concedida uma maior flexibilidade às titularizações privadas. As referidas propostas foram objeto de recente aprovação pela Comissão Europeia³⁰.

3.4. Repositório de titularizações

Outro aspeto importante relacionado com a implementação dos requisitos de transparência prende-se com o dever de disponibilizar a informação através de um repositório de titularizações (*securitisation repository*), que recolhe e conserva a informação divulgada no contexto de uma titularização, para cumprimento das obrigações de transparência.

²⁸ Artigo 7.º/4 do Regulamento das Titularizações.

²⁹ Clifford Chance, *Testing the new foundations*, 2019, 11.

³⁰ As últimas versões dos regulatory technical standards e implementing technical standards foram publicadas no dia 29 de novembro de 2019: Commission Implementing Regulation (EU) *laying down implementing technical standards with regard to the format of applications for registration as a securitisation repository or for extension of a registration of a trade repository pursuant to Regulation (EU) 2017/2402 of the European Parliament and of the Council* e Commission Implementing Regulation (EU) *supplementing Regulation (EU) 2017/2402 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on securitisation repository operational standards for data collection, aggregation, comparison, access and verification of completeness and consistency*. Está em causa uma medida de execução de nível 2, nos termos dos artigos 10.º a 14.º do Regulamento (UE) n.º 1095/2010.

O cedente, o patrocinador e a sociedade de titularização de créditos escolhem, entre si, sobre que entidade recairá a responsabilidade³¹ pela divulgação com recurso a um repositório de titularizações.

Contudo, até ao registo junto da ESMA do primeiro repositório de titularizações, a entidade designada para cumprir a obrigação de divulgação deverá manter disponível a informação relevante num *website*³².

A disponibilização de informação através de um repositório de titularizações assegura aos investidores a possibilidade de realizarem uma *due diligence* que incida sobre uma fonte de informação única e regulada, e que permita uma apreciação estruturada do risco subjacente a um potencial investimento. Por outro lado, releva o facto de a disponibilização da informação ser implementada com recurso a repositórios de titularizações, entidades sujeitas a supervisão da ESMA.

3.5. Divulgação de informação privilegiada

Por fim, o Regulamento das Titularizações estipula ainda a divulgação de informação privilegiada relativa à titularização (al. f) do artigo 7.º/2 do Regulamento das Titularizações) que o cedente, o patrocinador ou a STC sejam obrigados a divulgar nos termos do artigo 17.º do Regulamento (UE) n.º 596/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, relativo ao abuso de mercado. A obrigação de divulgação prevista no referido diploma

³¹ Nas Q&A sobre o Regulamento das Titularizações, a ESMA veio esclarecer que a alocação entre cedente, patrocinador e a sociedade de titularização de créditos não afasta, de forma alguma, a responsabilidade de cada uma destas partes pelo cumprimento das obrigações que sobre as mesmas impende previstas no Regulamento das Titularizações. Cf. ESMA, *Questions and Answers, On the Securitisation Regulation*, questão n.º A5.1.7, 23, disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-128-563_questions_and_answers_on_secureditisation.pdf

³² O *website* utilizado deverá preencher os requisitos previstos no 4.º parágrafo do n.º 2 do artigo 7.º do Regulamento das Titularizações.

determina a divulgação ao público pelos emitentes que solicitaram ou viram aprovada a admissão dos seus instrumentos financeiros à negociação num mercado regulamentado de um Estado-Membro.

A título supletivo, não sendo aplicável informação privilegiada cuja divulgação é devido ao abrigo da legislação em matéria de abuso de mercado, deverá ser divulgado qualquer “evento significativo” – incluindo uma violação substancial dos deveres contratuais assumidos pelas partes da operação, uma alteração às características estruturais ou às características das posições de risco – suscetível de ter um impacto significativo no desempenho da titularização, ou qualquer alteração substancial da documentação da titularização (al. g) do artigo 7.º/2 do Regulamento das Titularizações).

Em ambos os casos, a informação deverá ser divulgada o mais rapidamente possível.

4. O Regulamento dos Prospetos

Em paralelo com um manifesto reforço dos deveres de disponibilização (ou divulgação, consoante aplicável) de informação aos investidores, incluindo no contexto de titularizações privadas, e que vimos descrevendo, o Regulamento dos Prospetos marca uma mudança de paradigma justamente em sentido oposto, ao simplificar (e adequar) a informação disponibilizada aos investidores através de um prospeto no contexto de uma titularização pública³³.

Na verdade, o Regulamento dos Prospetos dá expressão à intenção do legislador de evitar que a complexidade associada à elaboração de um prospeto represente um verdadeiro entrave ao acesso ao mercado de capitais. Por esse motivo, procura-se assegurar a pro-

³³ Por comodidade de referência, referimo-nos ao longo do presente texto às titularizações não sujeitas à obrigação de divulgação de Prospeto como “titularizações privadas”, ao passo que as ofertas de valores mobiliários realizadas no contexto de uma titularização de créditos, em que seja necessária a publicação de prospeto, como “titularizações públicas”. A terminologia proposta está em linha com a usada pela ESMA, designadamente no documento intitulado *Questions and Answers, On the Securitisation Regulation*, ESMA33-128-563, V. 5, atualizada em 28 de maio de 2020.

porcionalidade da informação contida no prospeto da oferta face à complexidade de cada oferta e, não menos importante, à natureza dos respetivos destinatários.

Sem prejuízo da preocupação em assegurar a adequação da informação disponibilizada ser transversal a todo o diploma, destacaríamos, em particular, os seguintes aspetos³⁴:

- (i) *âmbito objetivo*: o leque de ofertas sujeitas ao dever de divulgar um prospeto é reajustado. Em particular, se, por um lado, a importante isenção de ofertas com um valor nominal unitário igual ou superior a EUR 100.000 se manteve, por outro lado, destacaríamos a isenção que passa a ser aplicável às ofertas de valores mobiliários com um valor total na UE inferior a EUR 1 milhão (calculado ao longo de 12 meses)³⁵. Neste contexto, notamos também que o Regulamento dos Prospetos confere a cada Estado-Membro a possibilidade de isentar da obrigação de publicar prospeto ofertas com um valor total não superior a EUR 8 milhões, calculado ao longo de um período de 12 meses³⁶;
- (ii) *sumário*: o sumário deverá constituir uma parte autónoma do prospeto, destacando a informação necessária para permitir aos investidores adotar uma decisão de investimento³⁷. O sumário deverá ser simples e de fácil compreensão por parte dos investidores e escrito em linguagem corrente, não técnica, tendo que observar uma extensão máxima, número e sequência de secções (a saber, advertências, informação fundamental sobre o emitente, sobre os valores mobiliários e sobre a oferta) previamente definidas³⁸. A elaboração de

³⁴ Para um ponto de situação mais detalhado sobre as principais alterações introduzidas pelo Regulamento dos Prospetos, cfr. Orlando Vogler Guiné, *O novo Regulamento Europeu dos Prospetos em O Novo Direito dos Valores Mobiliários, I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, coord. Paulo Câmara, Coleção Governance Lab., Almedina: Coimbra (2017), 51-62.

³⁵ Número 3 do artigo 1 do Regulamento dos Prospetos.

³⁶ Parágrafo b) do número 2 do artigo 3.º do Regulamento dos Prospetos.

³⁷ Considerando 28 do Regulamento dos Prospetos.

³⁸ Considerando 30 e artigo 7 do Regulamento dos Prospetos.

sumário é dispensada no caso de ofertas de valores mobiliários com um valor nominal unitário igual ou superior a EUR 100.000;

- (iii) *documento de registo universal e regime do emitente frequente*: de forma a tornar o processo de elaboração de prospectos mais célere no caso específico dos emitentes frequentes³⁹ e a reduzir os custos que lhe estão associados, é introduzido o conceito do *documento de registo universal*, o qual contém as informações “legais, comerciais, financeiras, contabilísticas e da base acionista, bem como uma descrição do emitente nesse exercício”⁴⁰. O documento de registo universal é elaborado em cada exercício e divulgado ao mercado, uma vez aprovado pela autoridade competente⁴¹. Com a publicação da referida fonte de referência, e a classificação como emitente frequente, o emitente passa a beneficiar de um prazo mais curto de aprovação pela autoridade competente⁴². Por outro lado, a manutenção de um documento de registo universal devidamente atualizado permitirá aos emitentes frequentes uma mais célere elaboração do prospecto, dessa forma permitindo-lhes aproveitar rapidamente condições de mercado mais favoráveis a cada momento;
- (iv) *fatores de risco*: limitação da inclusão de fatores de risco no prospecto em função da sua relevância específica para os valores mobiliários e emitentes em causa, com o propósito de limitar a sua inclusão aos fatores de risco considerados relevantes para permitir a tomada de uma “decisão de investimento informada”⁴³. Com efeito, os fatores de risco

³⁹ Um emitente será qualificado como “frequente” à luz dos números 2, 3 e 11, todos do artigo 9 do Regulamento dos Prospectos.

⁴⁰ Considerando 39 do Regulamento dos Prospectos.

⁴¹ Sem prejuízo do exposto, uma vez obtida a aprovação de um documento de registo universal durante dois exercícios consecutivos, é dispensada a aprovação prévia, bastando notificação (número 2 do artigo 9 do Regulamento dos Prospectos).

⁴² Número 6 do artigo 20 do Regulamento dos Prospectos, no qual se prevê que a redução do prazo para aprovação pela autoridade competente para 5 dias úteis.

⁴³ Considerando 54 e artigo 16 do Regulamento dos Prospectos. A este respeito, é particularmente recomendável a leitura das orientações da ESMA sobre a utilização de fatores de

deverão ser *específicos* da oferta, emitente ou valor mobiliário relevante (i.e., deverá ser possível estabelecer um elo claro e direto entre ambos) e *materiais* (a materialidade dos fatores de risco será aferida pela magnitude do correspondente potencial impacto negativo e pela probabilidade da sua ocorrência). Pretende-se, com a presente alteração legislativa, contrariar a prática tradicional de incluir uma longa lista de fatores de risco, por vezes de natureza geral e *standard*, e meramente com o propósito de afastar a responsabilidade do emitente (*disclaimers*), de forma a assegurar o foco na qualidade e clareza dos fatores de risco divulgados, considerados numa base individual para cada oferta e emitente. Daqui resulta, de igual modo, uma acrescida responsabilidade do emitente, sobre o qual assenta a responsabilidade pela seleção e descrição dos fatores de risco incluídos num prospeto; e

- (v) *diferentes tipos de prospetos*: são introduzidos diferentes tipos de prospetos, adequados à especificidades dos valores mobiliários e emitentes: (i) prospeto normalizado (*standard prospectus*), (ii) prospeto para o mercado grossista (*wholesale prospectus*), (iii) um prospeto base, (iv) um prospeto simplificado para emissões secundárias e (v) um prospeto UE Crescimento. O prospeto UE Crescimento, em particular, é dirigido às PME⁴⁴, colocando à sua disposição um regime que se pretende proporcional à realidade do emitente e em que o volume de informação a divulgar é reduzido e simplificado.

risco num prospeto. ESMA, *ESMA Guidelines on risk factors under the Prospectus Regulation*, ESMA31-62-1293, 01 de outubro de 2019.

⁴⁴ As pequenas e médias empresas correspondem às empresas: (i) que, de acordo com as suas últimas contas anuais ou consolidadas, preencham pelo menos dois dos três critérios seguintes: número médio de trabalhadores durante o exercício inferior a 250, um ativo total não superior a EUR 43 milhões e um volume de negócios anual líquido não superior a EUR 50 milhões, ou (ii) assim classificadas ao abrigo do artigo 4.º, n.º 1, ponto 13, da Diretiva 2014/65/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (MiFID II).

Em traços gerais, é patente nas alterações introduzidas pelo Regulamento dos Prospetos a intenção de adequar o quadro legal em vigor no direito da UE à realidade do mercado de capitais e dos próprios emitentes, ajustando e reduzindo a carga regulatória aplicável.

Com o referido movimento legislativo visa-se, também, reduzir os custos e encargos administrativos suportados pelos emitentes, ao mesmo tempo que se pretende assegurar a proporcionalidade – face à natureza e dimensão da oferta pública (e, por maioria de razão, ao mercado visado) – da informação incluída no prospeto.

Por outro lado, em paralelo com a simplificação da informação obrigatoriamente incluída num prospeto, merece destaque a redução do âmbito de circunstâncias em que a sua preparação é exigida. Neste particular, destacaríamos o facto de ter sido alargada a margem conferida aos Estados-Membros para isentarem uma oferta do dever de apresentação de prospeto, em função do grau de proteção do investidor que cada Estado-Membro considerar adequado, dessa forma permitindo a cada Estado-Membro alguma margem para ajustar o quadro legal vigente à realidade local⁴⁵.

Com base no exposto, será possível considerar que as alterações introduzidas contribuíram para mitigar alguma da forte carga regulatória que vem sendo tradicionalmente associada à elaboração de um prospeto e, por maioria de razão, retirar também alguma da importância decisiva que a qualificação como “oferta pública” (i.e., que os critérios que delimitam o âmbito objetivo da legislação anterior ao Regulamento dos Prospetos) assumiam.

Por este motivo, um emitente que pretenda realizar uma oferta – designadamente no contexto de uma titularização de créditos, sujeita ao dever de divulgação de prospeto –, encontrará no Regulamento dos Prospetos um quadro legal menos oneroso.

⁴⁵ Entre EUR 1 milhão e EUR 8 milhões, de acordo com o artigo 3.º/2 do Regulamento dos Prospetos.

5. Breve comparação entre o regime aplicável a titularizações privadas e a públicas

5.1. Quadro legal anteriormente em vigor

Antes da aprovação do Regulamento das Titularizações e do Regulamento dos Prospetos – a qual se dá, em ambos os casos, em 2017 – o quadro legal resultante de legislação da UE aplicável a uma titularização era consideravelmente diferente.

Conforme referido anteriormente, salvo pontuais exceções (como é o caso do dever de retenção de risco, presente até à entrada em vigor do Regulamento das Titularizações em diversos diplomas), as matérias elencadas *supra* passaram a ser objeto de regulação com o Regulamento das Titularizações. Tal equivale a dizer que uma operação de titularização de créditos anterior à entrada em vigor do Regulamento das Titularizações (i.e., 1 de janeiro de 2019) reger-se-ia, ressalvadas contadas exceções, apenas pela legislação nacional em vigor em cada Estado-Membro.

Pelo contrário, o Regulamento dos Prospetos não implicou alterações legislativas tão profundas. Com a sua entrada em vigor, foi sobretudo ajustado o âmbito e o impacto do dever de elaborar e divulgar um prospeto, já presente, de qualquer dos modos, na anterior Diretiva dos Prospetos⁴⁶ (revogada pelo Regulamento dos Prospetos), tendo contribuído sobretudo para reduzir a carga regulatória associada à elaboração de um prospeto.

Em todo o caso, antes da sua entrada em vigor, uma oferta de valores mobiliários no contexto de uma titularização teria na determinação da aplicabilidade do dever de publicação de prospeto um momento particularmente importante na perspetiva de um emittente, em particular com vista a apurar se determinada oferta recairia no âmbito objetivo da legislação da UE em matéria de

⁴⁶ Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de novembro de 2003, relativa ao prospeto a publicar em caso de oferta pública de valores mobiliários ou da sua admissão à negociação.

mercado de capitais, para além do regime nacional aplicável a uma titularização.

Assim, no quadro legal anteriormente em vigor na UE, por um lado, a distinção entre uma titularização de créditos pública e privada era particularmente contrastante, na medida em que enquanto que à primeira seria aplicável o dever de divulgação de prospeto (i.e., quadro legal resultante da Diretiva dos Prospetos), a segunda não tinha sido objeto de harmonização legislativa ao nível da UE (salvo raras exceções, como o dever de retenção). Por outro lado, a determinação dos deveres de disponibilização de informação (transparência) variava significativamente em função do estatuto regulatório das partes na titularização, nomeadamente o originador ou investidores em causa.

Pelos motivos expostos, o potencial para evitar a aplicação de deveres de divulgação de informação era claro, e assentava sobretudo na eventual sujeição ao dever de publicação de prospeto e aplicava-se em função da identidade dos intervenientes na operação.

5.2. Quadro legal atualmente em vigor: análise comparativa entre titularizações públicas e titularizações privadas

A clara separação entre os regimes aplicáveis a ofertas públicas e privadas no que concerne às obrigações legais de transparência, viria a ser esbatida com a entrada em vigor do Regulamento das Titularizações e o Regulamento dos Prospetos.

O regime aplicável a titularizações privadas é estabelecido pela negativa – i.e., partindo do mais abrangente regime das titularizações públicas. Por este motivo, na análise comparativa entre os dois regimes começaríamos por notar que as ofertas de valores mobiliários no contexto de titularizações públicas são marcadas pelo dever de elaboração e divulgação de um prospeto ao abrigo do Regulamento dos Prospetos.

Embora as titularizações privadas não sejam objeto de um diploma que detalhe de forma tão exaustiva o documento central a publicar no contexto de uma oferta, notaríamos, contudo, que o Regulamento das Titularizações inova ao contemplar (e, logo, exi-

gir) expressamente a publicação de um memorando descritivo da oferta (usualmente referido como *information memorandum*), no qual deverão ser incluídas, ainda que de forma sumária, informações sobre a estrutura da transação, informações pormenorizadas sobre as posições de risco subjacentes e sobre as prioridades de pagamentos⁴⁷.

Seja pelo correspondente âmbito, extensão e quadro regulatório aplicável, mais do que comparar o impacto de ambos os documentos (designadamente na perspetiva dos emitentes), destacaríamos a importância da expressa inclusão pelo legislador do memorando de informação na lista de elementos a disponibilizar no contexto de uma titularização de créditos como uma clara manifestação da natureza transversal dos deveres de informação. Naturalmente que a elaboração de um memorando informativo está longe de ser uma prática inovadora no mercado, mas a sua inclusão é reveladora do âmbito do dever de transparência previsto no Regulamento das Titularizações, incluindo no contexto de titularizações privadas.

Adicionalmente, a obrigação de recurso a um repositório de titularizações como plataforma para disponibilizar informação apenas é aplicável a titularizações públicas. Em contrapartida, apesar de ser claro que o recurso a um repositório de titularizações não é aplicável a titularizações privadas, o Regulamento das Titularizações é omissivo quanto ao *modo* de disponibilização de informação. Nas perguntas e respostas sobre o Regulamento das Titularizações, a ESMA reconhece que o Regulamento das Titularizações não especifica o modo operacional de disponibilização aplicável, pelo que, na ausência de instruções ou orientações por parte das autoridades nacionais competentes⁴⁸, as entidades sujeitas à obrigação de

⁴⁷ Al. c) do n.º 2 do Artigo 7.º do Regulamento das Titularizações.

⁴⁸ À data da elaboração do presente artigo as autoridades nacionais competentes (Banco de Portugal e CMVM, *ex vi* do n.º 1 do artigo 66.ºA do RJTC) ainda não se tinham pronunciado sobre este tema em específico. Cfr., ainda que a título meramente ilustrativo, o entendimento publicado em 31 de janeiro de 2019 pelo Banco de Inglaterra, intitulado *Reporting of private securitisations*: <https://www.bankofengland.co.uk/prudential-regulation/publication/2018/securitisation-regulation-pra-and-fca-joint-statement-on-reporting-of-private-securitisations>

reporte deverão fazer uso de quaisquer acordos que permitam assegurar o cumprimento dos deveres aplicáveis.

Por conseguinte, o quadro legal resultante do Regulamento das Titularizações é, em termos gerais e salvo determinadas exceções (como por exemplo o recurso a um repositório de titularizações), aplicável de forma transversal a titularizações públicas e privadas. Por este motivo, o detalhado regime de disponibilização de informação resultante daquele diploma abrange um grupo consideravelmente mais alargado de ofertas.

No entanto, sem prejuízo de o regime ser aplicável indiferentemente a titularizações privadas e públicas (i.e., a informação a disponibilizar tem pontuais diferenças, como seja a divulgação de prospeto), variam os *destinatários* da informação disponibilizada uma vez que enquanto numa titularização pública a divulgação é feita ao mercado (com recurso a um repositório de titularizações), o mesmo não acontece, pela sua natureza, numa titularização privada, na qual o grupo de destinatários circunscreve-se aos investidores (atuais e potenciais) e autoridades competentes. Assim, ainda que no plano da informação e documentação a elaborar o regime conheça poucas diferenças, o âmbito de destinatários aos quais é concedido acesso é muito diferente.

6. Breve apreciação do novo quadro legal

Em termos gerais, o regime introduzido pelo Regulamento das Titularizações assenta no reconhecimento pelo legislador da importância em assegurar a disponibilização de informação adequada também no contexto de operações de titularização de créditos privadas. Atendendo ao peso e importância relativa que tais operações assumem no mercado, compreende-se que o legislador não tenha excluído tais operações do âmbito do regime aprovado.

Contudo, o facto de as titularizações privadas partilharem a larga maioria dos deveres de transparência aplicáveis às titularizações públicas poderá suscitar reservas designadamente por estarem em causa segmentos do mercado tipicamente votados à autonomia privada, nos quais a disponibilização de informação aos investido-

res (forma e conteúdo) tem sido determinada pelas contrapartes no contexto de cada titularização, no exercício da liberdade contratual que lhes compete.

Em bom rigor, ao recorrer ao conceito de *investidores institucionais*⁴⁹ (em particular no momento de definir os investidores abrangidos pelo dever de conduzir uma *due diligence* prévia) com vista a definir pontuais diferenças entre o regime aplicável a titularizações públicas e privadas, o regime de disponibilização de informação introduzido pelo Regulamento das Titularizações não diferencia devidamente – contrariamente ao Regulamento dos Prospetos – entre ofertas que tenham como destinatários *investidores qualificados* e não qualificados.

Na realidade, uma titularização que tenha como destinatários exclusivos investidores qualificados seguirá o mesmo regime de disponibilização de informação que uma oferta que beneficie de uma isenção da elaboração e divulgação de prospeto (designadamente por a oferta não atingir o valor mínimo aplicável). No entanto, é questionável se, de uma perspetiva de política regulatória, o nível de proteção dos investidores em cada uma das referidas titularizações será necessariamente o mesmo.

Na medida em que parte significativa do mercado de titularizações é composto por investidores institucionais – os quais não têm, por norma, outras das características (e recursos) quando comprados com os investidores num mercado de retalho (voltado para investidores não institucionais, para o qual terá sido pensado o regime das ofertas públicas), – cumpre igualmente questionar se, e em que medida, a aplicação de deveres de informação particularmente exigentes em mercados em que os *stakeholders* revelam, por norma, uma maior literacia financeira, não será desajustada e desproporcional.

⁴⁹ Embora o termo “investidor institucional” seja utilizado ao longo do Regulamento das Titularizações, já o Regulamento dos Prospetos recorre à definição mais abrangente de “investidor qualificado” (designadamente por incluir grandes empresas, empresas de investimento e outras instituições financeiras autorizadas ou regulamentadas, bem como pessoas que optem pelo tratamento como investidores qualificados). Por seu turno, a MiFID II utiliza o conceito de “clientes profissionais”, o qual tem um âmbito em larga medida coincidente com o de “investidor qualificado”.

É deste argumento que parte o coro de críticas do setor, materializado em particular em resposta aos projetos de normas uniformizadas divulgadas pela ESMA, por não refletirem devidamente a diferente realidade das titularizações privadas. Neste particular, muito embora seja largamente defensável o propósito de assegurar que um elevado grau de transparência é observado, de uma forma geral, no mercado das titularizações, não deixamos de notar que tal preocupação não parece tão evidente face aos investidores em causa e às condições inerentes a transações privadas.

Atendendo ao crescente peso das colocações particulares (*private placement*)⁵⁰ como instrumento de financiamento alternativo designadamente por via de titularizações privadas, por oposição à clássica via da concessão de empréstimos, compreende-se o impacto das recentes alterações legislativas. De facto, o crescente recurso a tais formas alternativas de financiamento destina-se a assegurar uma resposta adequada às necessidades de financiamento das empresas.

Por outro lado, a estruturação de operações como colocações particulares visa também (em casos em que não é aplicável o oneroso regime aplicável a ofertas ao público em geral, e correspondente elaboração de prospeto) assegurar uma alternativa rápida e com menos custos associados de estruturação de emissões de valores mobiliários destinados a um grupo reduzido de investidores predeterminado. O recurso a operações de colocação particular assenta também no pressuposto de as contrapartes envolvidas serem “investidores qualificados”, os quais não deverão carecer, por regra, do mesmo grau de proteção que os investidores não qualificados de retalho⁵¹.

Por este motivo, sujeitar colocações particulares por via de titularizações privadas *tout court* às mesmas regras de transparência que titularizações destinadas também a investidores não qualifica-

⁵⁰ Ranajoy Base/Monica Dupont-Barton, *The rise of private placement as an alternative source of funding: a time for innovation and growth*, BJIB & FL (2015), 103-107. Acessível em: <https://www.reedsmith.com/-/media/files/perspectives/2015/02/the-rise-of-private-placements-as-an-alternative-s/files/butterworths-journal-of-international-banking-and-fileattachment/butterworths-journal-of-international-banking-and.pdf> (consultado a 30 de maio de 2020).

⁵¹ Ranajoy/Dupont-Barton, *The rise of private placement cit.*, 105.

dos, poderá ser visto como desadequado. Naturalmente que apenas mediante a aplicação deste regime ao longo de um período representativo será possível confirmar a referida desadequação de princípio.

Atendendo à realidade do mercado até se poderia mesmo questionar se os deveres de transparência consagrados no Regulamento das Titularizações não deveriam levar em linha de conta a literacia e conhecimentos financeiros do investidor, com recurso à definição de “*investidor qualificado*”, à semelhança, de resto, do Regulamento dos Prospetos.

Em paralelo, assinala-se também a inerente tensão entre deveres de transparência e requisitos contratuais de confidencialidade. Na verdade, a delimitação do âmbito das cláusulas de confidencialidade também deverá tomar em linha de conta a *ratio* do dever de transparência consagrado no Regulamento das Titularizações, que passa por disponibilizar aos investidores informação mais granular em primeira mão, por oposição a limitar a informação disponibilizada ao documento da oferta e a informação em formato de sumário.

Não obstante, a tensão entre divulgação e confidencialidade é, no limite, ultrapassável, nomeadamente através da elaboração de resumos mais detalhados sobre a documentação contratual ou anonimizando a informação confidencial, seguindo idealmente de forma consistente, no tratamento de tais questões, uma abordagem predeterminada.

Evitando entrar numa análise crítica da importância da divulgação no contexto de titularizações, partindo da análise do *status quo* em momento prévio à crise financeira global⁵², será, pelo menos, questionável se, à medida que a complexidade e diversidade das operações aumenta, não diminui de igual modo a eficácia da divulgação pura, simples e indiscriminada de informação.

As estratégias seguidas por investidores institucionais e acordadas com as restantes contrapartes numa titularização tem passado por prever contratualmente a disponibilização periódica do

⁵² Steven L. Schwarz, *Securitization and Post-Crisis Financial Regulation*, 101 Cornell L Rev (2016), 115-139, 125; Steven L. Schwarz, *Disclosure's Failure in the Subprime Mortgage Crisis*, Utah L Rev (2008), 1109-1122, 1113.

volume de informação considerado necessário em face das particulares características de cada titularização, normalmente através da entrega de relatórios trimestrais. De certa forma a previsão no Regulamento das Titularizações do dever de divulgação numa base trimestral de relatórios sobre a operação poderá ser vista como a consagração de uma solução já usualmente utilizada no mercado, para reduzir a assimetria de informação entre investidor, emitente e originador. No entanto, questão bem diferente é definir em formulários previamente estabelecidos a informação a prestar em todas as titularizações, o que poderá implicar a disponibilização de informação em quantidade excessiva e por isso desalinhada com os melhores interesses de um investidor.

Neste sentido, vários autores têm assinalado os efeitos contraproducentes⁵³ para a formulação de uma decisão de investimento adequadamente informada que podem resultar da disponibilização aos investidores de informação em excesso, na medida em que é suscetível de colocar em causa a sua capacidade de identificar e processar a informação verdadeiramente relevante. Esta constatação leva, por sua vez, a colocar em causa modelos regulatórios excessivamente assentes no paradigma da divulgação de informação, em que a divulgação de informação surge como um fim em si mesmo.

Reconhecemos ser defensável a constatação de que a exposição dos investidores institucionais a um volume excessivo de informação surge como um dano colateral menor quando apreciado à luz do objetivo de fomentar uma maior transparência do mercado, objetivo esse central num modelo regulatório assente no paradigma da divulgação de informação. Assim é também porque os eventuais efeitos contraproducentes resultantes da sobrecarga dos investidores com informação (*information overload*) afeta em primeira linha (e sobretudo) os investidores não institucionais, os quais não dispõem (ou pelo menos certamente não disporão com o mesmo grau

⁵³ Luca Enriques/Sergio Gilotta, *Disclosure and Financial Market Regulation* em, *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, coord. Niamh Moloney/Eilís Ferran/Jennifer Payne, OUP: Oxford (2015), 529-530.

de probabilidade) dos meios necessários para navegar um elevado volume de informação disponibilizada.

No entanto, o problema eventualmente resultante da exigência igualitária de disponibilização de informação em operações privadas e públicas poderá colocar-se não tanto ao nível dos investidores, mas sobretudo ao nível dos próprios emitentes. Na verdade, a imposição a emitentes de uma igualitária regulação *one size fits all* aumentará certamente os custos associados a cada emissão e poderá contribuir para esvaziar um setor tradicionalmente pautado pela liberdade contratual de alguma da flexibilidade que o tem caracterizado, o que dificilmente contribuirá para relançar o mercado das titularizações de crédito⁵⁴ - contrariamente, refira-se também, a várias medidas introduzidas no Regulamento das Titularizações, em particular a introdução do regime STS, às quais se antecipa um efeito largamente positivo.

De qualquer dos modos, reconhece-se que a uniformização da informação a disponibilizar aos investidores, também no contexto de titularizações, visa dar expressão ao dever de assegurar a *qualidade da informação*, plasmado no artigo 7.º do Código dos Valores Mobiliários. Com a referida uniformização, visa o legislador evitar interpretações subjetivas sobre a completude da informação, o que poderá contribuir para facilitar o trabalho dos emitentes e salvaguarda os interesses dos investidores⁵⁵.

Outro efeito prático da entrada em vigor do Regulamento das Titularizações passa pela acrescida importância do momento inicial de verificação da classificação de cada operação como uma “titularização” ao abrigo da definição prevista naquele regulamento.

O foco na qualificação como “titularização” é particularmente premente à luz do reforçado quadro sancionatório consagrado, em particular atendendo ao facto de uma coima aplicada a uma pessoa coletiva passar a ter como limite máximo o maior de: (i) dez por cento do respetivo volume de negócios líquido anual e (ii) duas

⁵⁴ Considerando 2 do Regulamento das Titularizações.

⁵⁵ A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.ª ed., Almedina: Coimbra (2018), 101-102.

vezes o benefício obtido com a infração (se determinável)⁵⁶. O referido quadro sancionatório coloca uma ainda maior ênfase no cumprimento e introduz uma percentagem bastante significativa alinhada com o quadro sancionatório previsto na legislação em vigor noutras áreas objeto de harmonização, como por exemplo o direito da concorrência⁵⁷.

Na determinação da coima aplicável, as autoridades competentes deverão considerar a existência de dolo ou de negligência na atuação da entidade infratora. Embora seja expectável que as pesadas sanções previstas funcionem como um importante dissuasor e que levem os intervenientes visados numa titularização a optar por uma abordagem particularmente cautelosa e preventiva, não deixa de ser possível retirar conforto da aplicação proporcional do presente quadro legal e do facto de a negligência ser considerada.

Neste seguimento, o RJTC, no seguimento da sua mais recente alteração, destinada a assegurar a execução no ordenamento jurídico interno do Regulamento das Titularizações, passa também a contemplar o referido limite máximo correspondente ao mais elevado de dez por cento ou ao triplo do benefício económico obtido⁵⁸.

Por fim, a introdução de ambos os diplomas analisados é também reveladora de uma evolução legislativa, que parte de um modelo regulatório voltado e tendo por eixo o mercado regulamentado⁵⁹. Na verdade, a legislação produzida pelas instituições da UE começou por focar-se nos mercados regulamentados⁶⁰, tendo o respetivo

⁵⁶ Artigo 32.º do Regulamento das Titularizações.

⁵⁷ Cfr., designadamente, o Regulamento (CE) N.º 1/2003 do Conselho, de 16 de dezembro de 2002, relativo à execução das regras de concorrência estabelecidas nos artigos 81.º e 82.º do Tratado, ou o Regulamento (CE) N.º 139/2004 do Conselho, de 20 de janeiro de 2004, relativo ao controlo das concentrações de empresas, em ambos os casos nas versões atualmente em vigor.

⁵⁸ N.º 3 do artigo 66.º-D do RJTC.

⁵⁹ O legislador nacional definiu no n.º 1 do art. 199.º do Código dos Valores Mobiliários os mercados regulamentados como “sistemas que, tendo sido autorizados como tal por qualquer Estado membro da União Europeia, são multilaterais e funcionam regularmente a fim de possibilitar o encontro de interesses relativos a instrumentos financeiros com vista à celebração de contratos sobre tais instrumentos”.

⁶⁰ Veil, *European Capital Markets Law* cit., 43.

âmbito observado uma significativa expansão com a entrada em vigor do quadro legal aplicável em matéria de abuso de mercado, bem como da MiFID II, os quais são aplicáveis à atuação dos intermediários financeiros no domínio de um leque mais amplo de plataformas de negociação⁶¹ ou no mercado de balcão. Partindo desse ponto, o Regulamento das Titularizações representa um passo adicional no arco regulatório na medida em que constitui os próprios investidores (institucionais) no dever de preceder a subscrição de obrigações de uma *due diligence* sobre as posições de risco subjacentes antes de subscrever as obrigações emitidas.

Ainda que tal dever seja apenas aplicável aos investidores institucionais em particular, e tenha o propósito último de salvaguardar o mercado secundário de negociação e colocação das obrigações inicialmente subscritas por investidores institucionais, assinalaríamos a evolução regulatória que a constituição de deveres na esfera jurídica do investidor (e não apenas do intermediário financeiro envolvido) representa.

7. Considerações finais e conclusão

O Regulamento das Titularizações introduziu vários deveres de transparência que se materializam em alargados deveres de disponibilização de informação, em vários momentos de uma operação de titularização de créditos. Tais alterações seriam introduzidas na ordem interna através da mais recente revisão do RJTC.

No entanto, os referidos deveres aplicam-se de forma indiscriminada a titularizações públicas e privadas, independentemente do tipo de investidores relevante.

Com o esbatimento da fronteira que tradicionalmente separava titularizações privadas e públicas, cumpre questionar se o Regulamento das Titularizações não introduz um excessivo aumento das obrigações de reporte e de disponibilização de informação aos inves-

⁶¹ Por outras palavras, são aplicáveis aos sistemas de negociação multilateral (MTFs) e aos sistemas de negociação organizado (OFTs), para além dos mercados regulamentados.

tidores em operações que tipicamente têm como contraparte investidores (particularmente) qualificados.

Por estarem em causa operações tradicionalmente regidas por normas com origem contratual – inclusivamente no que concerne ao nível de informação disponibilizada aos investidores antes e durante a transação –, mais do que suprir e apontar lacunas que justificassem intervenção legislativa, a aplicação de um quadro legal específico difuso e esparso permitia às contrapartes, no uso da liberdade contratual que se impõe entre duas partes que têm a compreensão plena dos direitos e deveres resultantes de uma titularização de créditos, e relativamente às quais eventuais assimetrias de informação não serão tão prementes, definirem as condições contratuais mais adequadas.

Em sentido inverso, o Regulamento dos Prospetos retira algum do peso regulatório tradicionalmente associado à elaboração de um prospeto e, logo, ao lançamento de uma oferta pública no contexto de uma operação de titularização de créditos (pública). Também por esse motivo, o Regulamento dos Prospetos contribui para a erosão da tradicional dualidade titularização pública e titularização privada, bem como do impacto estrutural resultante da aplicação do dever de elaboração de prospeto no contexto de uma operação de titularização.

Bibliografia

- A. Barreto Menezes Cordeiro, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2.^a ed., Almedina: Coimbra (2018).
- Adair Turner, *The Turner Review – A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, Financial Services Authority (2009).
- Bank of England, *Reporting of private securitisations*, 31 de janeiro de 2019. Disponível em: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/prudential-regulation/report/securitisation-regulation-pra-and-fca-joint-statement-on-reporting-of-private-securitisationsjan19.pdf?la=en&hash=F11F4812CA7F9466975E016D9A68EC3B32BAB9B4> (consultado a 30 de maio de 2020).
- Clifford Chance, *Testing the new foundations*, junho de 2019. Disponível em: <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2019/06/testing-the-new-foundations-recent-developments-in-securitisation-regulation.pdf> (consultado a 30 de maio de 2020).
- Diogo Leite de Campos/Manuel Monteiro, *Titularização de Créditos*, Almedina: Coimbra (2001).
- ESMA, *Questions and Answers, On the Securitisation Regulation*, 28 de maio de 2020. Disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-128-563_questions_and_answers_on_securitisation.pdf (consultado a 30 de maio de 2020).
- Jonatham Hill, *Capital Markets Union – Finance Serving the Economy*, Discurso da Comissão Europeia, Bruxelas (6 de novembro de 2014).
- Luca Enriques/Sergio Gilotta, Disclosure and Financial Market Regulation em *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, coord. Niamh Molone/Eilís Ferran/Jennifer Payne, OUP: Oxford (2015).
- João Calvão da Silva, *Titularização de Créditos - Securitization*, Almedina: Coimbra (2013).
- José Ferreira Gomes/Diogo Costa Gonçalves, *Manual de Sociedades Abertas e de Sociedades Cotadas*, Vol. 1, AAFDL Editora: Lisboa (2018).
- Niamh Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 3.^a ed., OUP: Oxford (2014).
- Orlando Vogler Guiné, *O novo Regulamento Europeu dos Prospetos em O Novo Direito dos Valores Mobiliários, I Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, coord. Paulo Câmara, Coleção Governance Lab., Almedina: Coimbra (2017).

- Paula Gomes Freire, *A titularização simples, transparente e padronizada: o novo regime europeu*, em *O Novo Direito dos Valores Mobiliários – Vol. 2, II Congresso sobre Valores Mobiliários e Mercados Financeiros*, coord. Paulo Câmara, Coleção Governance Lab., Almedina: Coimbra (2019).
- Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4.^a ed., Almedina: Coimbra (2018).
- Ranajoy Base, Monica Dupont-Barton, *The rise of private placement as an alternative source of funding: a time for innovation and growth*, *Butterworths Journal of International Banking and Finance Law*, 2015, 103-107. Acessível em: <https://www.reedsmith.com/-/media/files/perspectives/2015/02/the-rise-of-private-placements-as-an-alternative-s/files/butterworths-journal-of-international-banking-and/fileattachment/butterworths-journal-of-international-banking-and.pdf> (consultado a 30 de maio de 2020).
- Rüdiger Veil, *European Capital Markets Law*, 2.^a ed., Hart Publishing: Oxford (2017).
- Steven L. Schwarcz, *Securitization, Structured Finance and Covered Bonds*, 39 J Corp. L. (2013). Acessível em SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2182597 (consultado a 30 de maio de 2020).
- Steven L. Schwarcz, *Securitization, Securitization and post-crisis financial regulation*, 101 Cornell L Rev (2016), 115-139. Acessível em SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2701556 (consultado a 30 de maio de 2020).
- Steven L. Schwarcz, *Disclosure's Failure in the Subprime Mortgage Crisis*, Utah L Rev (2008), 1109-1122. Acessível em SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1113034 (consultado a 30 de maio de 2020).