

# 19/20

Edição do Instituto Superior de Gestão  
Trimestral

Julho-Setembro / Outubro-Dezembro 2004

Preço deste número (duplo): 50 Euros (IVA incluído)

Director: **J. L. Saldanha Sanches**

# Fiscalidade

Revista de Direito e Gestão Fiscal

**J. L. Saldanha Sanches / João Taborda da Gama**

Taxas municipais pela ocupação do subsolo

**Renata Borges / António Martins**

A Direcção Geral dos Impostos vista pelos contribuintes

**Maria Odette Batista de Oliveira**

Os impostos ambientais — alguns aspectos da sua temática

**Tiago Marreiros Moreira / Ricardo Seabra Moura**

Titularização de créditos — algumas reflexões e propostas

**Miguel Alexandre Martins Cardoso Barreiros**

*Royalties* e Acordos de Partilha de Custos (APC's)

**Joaquim Pedro Lampreia**

A nova factura: alteração dos seus elementos, a auto-facturação e a factura electrónica

**Bruno Santiago**

The special commissioners

**J. L. Saldanha Sanches**

A desigualdade na distribuição dos encargos na Contribuição Autárquica e as avaliações para expropriação

**Mónica Neves**

Liberdade de estabelecimento

**Notícias Inforfisco**

**Vieira de Almeida & Associados**

Ajudas de custo — análise de jurisprudência

**Vieira de Almeida & Associados**

Compensação pela cessação do contrato de trabalho — conceito de antiguidade — análise de jurisprudência

TIAGO MARREIROS MOREIRA / RICARDO SEABRA MOURA<sup>1</sup>

Vieira de Almeida & Associados

Sociedade de Advogados

**Com este artigo pretendeu contribuir-se para um maior esclarecimento do regime jurídico-tributário aplicável às operações de titularização de créditos levadas a cabo em território português. Neste sentido, procurou analisar-se as recentes alterações ocorridas no Regime Jurídico e no Regime Fiscal da Titularização de Créditos, tecendo alguns comentários relativamente às implicações práticas que as mesmas poderão suscitar nas operações de titularização de créditos. Efetuou-se ainda uma breve reflexão sobre a evolução do mercado português e europeu de titularização de créditos, propondo-se medidas de aperfeiçoamento da neutralidade do regime fiscal aplicável a estas operações.**

**This article aims to be a contribute to the clarification of the legal and tax regime applicable to securitisations held in Portuguese territory, analysing the recent changes introduced to the Securitisation Legal and Tax Regime and commenting the practical implications deriving therefrom. A brief reflection has also been made on the development of the Portuguese and European securitisation market and some proposals have been suggested to improve the neutrality of the applicable tax regime.**

**ÍNDICE:**

*1 - Breve descrição do regime de titularização: particular referência aos instrumentos legais criados para permitir a efectivação da cessão de créditos tributários do Estado e da Segurança Social; 2 - A transmissão de créditos fiscais no ordenamento tributário português; 3 – A publicação do Decreto-Lei n.º 303/2003, de 5 de Dezembro: (i) Os créditos do Estado e da Segurança Social susceptíveis de titularização; (ii) Efeitos processuais da cessão de créditos do Estado e da Segurança Social; 4 - As obrigações acessórias previstas no âmbito do Decreto-Lei n.º 219/2001, de 4 de Agosto; 5 - Consequências da revogação do artigo 8.º do Decreto-Lei n.º 219/2001, de 4 de Agosto, referente à substituição tributária, pelo artigo 44.º da Lei n.º 107-B/2003 de 31 de Dezembro; 6 - Breve referência à operação de titularização dos créditos do Estado e da Segurança Social - Explorer 2004 Series 1; 7 - Análise do mercado português em 2003 (estruturas utilizadas, volume das operações efectuadas e activos envolvidos); 8 – Titularização de créditos na Europa; 9 - Algumas propostas de alteração ao regime fiscal para viabilização de operação de titularização 100% nacional: 9.1 - Imposto do Selo; 9.2 - IVA; 9.3 – IRC.*

**1 – Breve descrição do regime de titularização: particular referência aos instrumentos legais criados para permitir a efectivação da cessão de créditos tributários do Estado e da Segurança Social**

A titularização de créditos, correntemente designada por securitização, conheceu os seus primeiros desenvolvimentos nos Estados Unidos da América, no início da década de 80, tendo sido posteriormente disseminada e objecto de tratamento legislativo na generalidade dos Estados membros da União Europeia. A sua utilização tem sido reconhecidamente bem sucedida, assumindo-se rapidamente como um relevante factor de competitividade das economias destes países.

O regime legal de titularização de créditos português tem sido considerado, de um modo geral, mais adaptado à realização deste tipo de operações quando comparado com outras legislações continentais europeias. Com efeito, o legislador português parece ter optado pela adopção de um modelo que combinou os modelos Francês e Espanhol, assentes na figura dos fundos de titularização (FTC), com o modelo anglo-saxónico, assente na figura das sociedades de titularização de créditos (STC).

Em Portugal, o regime jurídico das operações de transmissão de créditos com vista à subsequente emissão, pelas entidades adquirentes, de valores mobiliários destinados ao financiamento das referidas operações foi introduzido pelo Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de Novembro (doravante abreviadamente designado por “Regime Jurídico da Titularização de Créditos”), tendo o seu regime fiscal sido

---

<sup>1</sup> Gostaríamos de agradecer a Luís Sousa, do Citigroup e ao nosso colega Pedro Cassiano Santos o valioso contributo por ambos dado para a redacção deste artigo.

introduzido, num momento posterior, pelo Decreto-Lei n.º 219/2001, de 4 de Agosto<sup>2</sup> (doravante abreviadamente designado por “Regime Fiscal da Titularização de Créditos”).

Tal como refere o preâmbulo do Regime Jurídico da Titularização de Créditos, com a figura da titularização de créditos “*dota-se a economia de um importante factor de competitividade e o mercado de capitais de um factor de dinamização e diversificação*”.

O Decreto-Lei n.º 82/2002, de 5 de Abril, viria, posteriormente, a introduzir algumas alterações substanciais ao Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de Novembro, das quais merecem particular destaque a desqualificação da natureza das STC (de sociedade financeira para mero veículo de titularização de créditos) e a previsão expressa da admissibilidade de cedência de créditos hipotecários bonificados. Estas alterações terão sido motivadas pela assunção, por parte do legislador português, da importância<sup>3</sup> que a titularização de créditos assume na dinamização do mercado de capitais nacionais e da “*necessidade de dotar o respectivo regime jurídico dos instrumentos adequados a tornar competitiva a sua realização em Portugal*”.

Com a publicação da Lei n.º 103/2003, de 5 de Dezembro, foram regulados e harmonizados os princípios básicos de cessão de créditos do Estado e da Segurança Social para efeitos de titularização. Neste âmbito, disciplinaram-se os aspectos fundamentais relativos à tutela dos direitos e garantias dos contribuintes e outros devedores, bem como à gestão e cobrança dos créditos cedidos.

Tomando por base este quadro legal, criado para adaptar a legislação vigente à titularização de certos créditos do Estado, tornou-se imperativo proceder a uma definição legal integrada dos termos e condições aplicáveis à transmissão de créditos para efeitos de titularização e, conseqüentemente, adaptar o Regime Jurídico e o Regime Fiscal da Titularização de Créditos, tendo o Decreto-Lei n.º 303/2003, de 5 de Dezembro, introduzido importantes alterações com vista a enquadrar e regulamentar as potenciais operações a levar a cabo.

## **2 – A transmissão de créditos fiscais no ordenamento tributário português**

Nos termos do n.º 1 do art. 29.º da Lei Geral Tributária (LGT), “*os créditos tributários não são susceptíveis de cessão a terceiros, salvo nos casos previstos na lei*”. Ora, estes casos foram expressamente consagrados na legislação fiscal portuguesa com a publicação dos diplomas legislativos *supra* referidos.

Na verdade, esta disposição normativa assume-se como “*o corolário do princípio da indisponibilidade do imposto consagrado pelo artigo 30.º, número 2, da presente lei.*”<sup>4</sup> Se, por um lado, este princípio funciona como um limite legal à actuação da Administração Tributária, por outro, delimita o poder do legislador ordinário ao sujeitá-lo ao princípio da legalidade. Com base neste princípio, entende-se que o legislador ordinário, aquando da disposição dos créditos fiscais, não pode modificar os tipos de incidência tributária, nomeadamente pela criação de benefícios fiscais, uma vez que esta matéria é enquadrável na reserva de lei material da Assembleia da República.

Contudo, contrariamente ao que se poderia pensar, o obstáculo legal de transmissão dos créditos tributários foi já por diversas vezes excepcionado.

Efectivamente, a primeira possibilidade de cessão dos créditos da Segurança Social efectivou-se com o Decreto-Lei n.º 411/91, de 17 de Outubro, ao permitir a cessão pelo respectivo valor nominal das contribuições em dívida correspondentes ao crédito cedido a certas entidades. Posteriormente, o Decreto-Lei n.º 400/93, de 3 de Dezembro, veio alargar a possibilidade de cessão de créditos da Segurança Social às instituições de crédito e sociedades financeiras, caso fossem cumpridos os demais requisitos legais inerentes à natureza das instituições em causa. Já o artigo 10.º da Lei Mateus (Decreto-Lei n.º 124/96, de 10 de Agosto) possibilitou a cessão dos créditos com base no valor de mercado dos créditos tributários e da Segurança Social, sendo que as Leis do Orçamento do Estado para os exercícios de 1997, 1998, 1999 e 2000 também previram a cessão de créditos do Estado.

Em suma, a cessão de créditos tributários e da Segurança Social não é uma operação desconhecida no ordenamento jurídico-tributário português, sendo que o n.º 1 do artigo 29.º da Lei Geral Tributária não proíbe em absoluto a cessão de créditos tributários. Aliás, o facto da Lei Geral Tributária não ser uma lei com valor reforçado equivale a dizer que o n.º 1 do artigo 29.º deste diploma não poderia ser interpretado no sentido de impedir o legislador de disciplinar por diplomas com carácter vinculativo uma operação deste tipo.

Com a publicação da Lei n.º 103/2003, de 5 de Dezembro, foi expressamente consagrado que a cessão de créditos da Administração Tributária e da Segurança Social por meio da titularização fosse um meio

---

<sup>2</sup> Para uma análise do regime fiscal de titularização de créditos previsto na versão inicial daquele diploma *vide* Manuela Duro Teixeira – “Securitização de Créditos – Questões Fiscais”, revista Fisco n.º 99/100 – Outubro de 2001 – Ano XII.

<sup>3</sup> Kenneth Elmgren, An overview of securitization, in “International asset securitization” (ed. Joseph Norton/Paul Spellman/Mitchell Dupler), 1995, p.11 e segs.

<sup>4</sup> Vd. António Lima Guerreiro, in Lei Geral Tributária Anotada, editora Rei dos Livros, pág. 157.

legalmente admitido. Deste modo, deixou de ser necessário disciplinar de forma avulsa e transitória, nos sucessivos orçamentos do Estado, o regime de titularização de créditos, tendo estes actualmente de ser subsumíveis naquele diploma legislativo e na legislação complementar, por forma a não violarem o n.º 1 do artigo 29.º da LGT.

Na verdade, a titularização, tal como está consagrada no Regime Jurídico da Titularização de Créditos, pressupõe apenas a possibilidade de aquisição de créditos para titularização por parte de fundos de titularização de créditos (FTC), que sejam administrados por sociedades gestoras de titularização de créditos (SGFTC) ou por parte de sociedades de titularização de créditos (STC).

Trata-se essencialmente de uma operação financeira que permite a congregação de créditos com vista à sua alienação por parte do originador (titular originário dos créditos objecto de securitização) ou cedente para a esfera da propriedade de uma entidade adquirente ou cessionária (correntemente designados por “*Special Purpose Vehicle*” ou abreviadamente por “SPV”), a qual procede à emissão de valores mobiliários de dívida<sup>5</sup>.

Atendendo às especificidades de cada operação, são frequentemente utilizados na montagem destas transacções dois SPVs, sendo um necessariamente o FTC ou a STC.

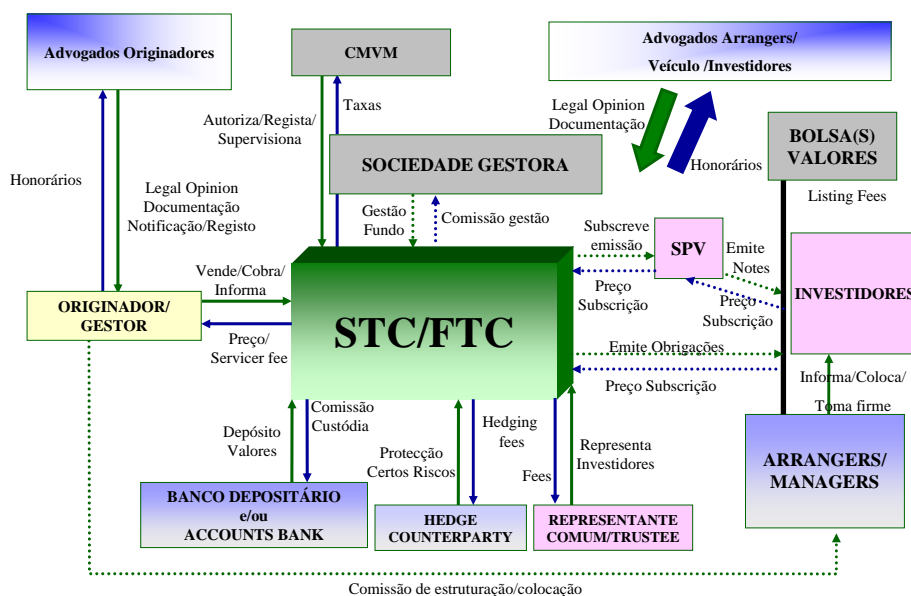
Estes títulos de dívida são normalmente colocados junto de investidores de cariz institucional, que os adquirem (embora não se excluam outros tipos de colocação) e, conseqüentemente, financiam a aquisição dos créditos anteriormente cedidos.

Os valores mobiliários emitidos pelos SPV, colateralizados pelos créditos adquiridos, podem ser estruturados em diferentes tranches, às quais se associam várias prioridades em termos de ordem de satisfação de créditos (*ranking*), de modo a que os valores mobiliários emitidos pelos SPV tenham níveis diferenciados de risco/rendimento.

Estes esquemas são montados com vista a facultar aos investidores o acesso a diferentes tipos de activos com características de risco/rendimento específicas, permitindo ainda diversificar o seu *portfolio*.

Os investidores que adquirem os títulos têm direito a receber mais tarde o valor das obrigações titularizadas ou unidades de titularização de créditos acrescidos de uma remuneração, cujo pagamento se encontra dependente da boa cobrança dos créditos titularizados<sup>6</sup>.

Os contratos e documentos tipicamente associados e os fluxos financeiros e intervenções usuais das diversas entidades nelas intervenientes na montagem de uma operação de titularização de créditos podem ser apresentados esquematicamente da seguinte forma:



<sup>5</sup> Por outras palavras, “*Securitisation is essentially the unbundling of risk and repackaging of cash flows to fit investors preferences in respect of yield, maturity, liquidity and risk. It provides the originator of the assets with an effective financing method which allows it strengthen its balance sheet and raise lower cost funding*” in Europe Securitisation and Structured Finance Guide 2001, White Page, pag.70.

<sup>6</sup> Para uma mais detalhada informação relativamente às características deste tipo de operações em geral *vide* entre nós Diogo Leite de Campos/Manuel Monteiro, Titularização de Créditos. Anotações ao Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de Novembro, Coimbra 2001. João Calvão da Silva Titul[ar]ização de créditos Securitization, edição livraria Almedina – Coimbra.

### **3 – A publicação do Decreto-Lei n.º 303/2003, de 5 de Dezembro**

Este diploma veio essencialmente a introduzir alterações às regras referentes às obrigações acessórias que deverão ser observadas, atribuindo o cumprimento das mesmas às entidades obrigadas a efectuar a retenção na fonte do imposto sobre os rendimentos das unidades de titularização ou das obrigações titularizadas. Estas obrigações acessórias são, à partida, similares às obrigações impostas às entidades que operam na zonas francas e que realizam operações com não residentes no território nacional. Efectivamente, nas zonas francas, a lei prescreve diferentes tipos de documentação, exigida para comprovar a qualidade de não residente, em função das diferentes qualidades das entidades em causa que operam como contraparte. Com isto, pretendeu-se, em última instância, dotar a Administração Tributária do quadro normativo adequado ao controlo da qualidade de não residente, uma vez que a mesma é condição necessária à verificação dos pressupostos da isenção de IRS ou de IRC para efeitos da aplicação daquele regime fiscal específico.

Desta forma, a introdução pelo Decreto-Lei n.º 303/2003, de 5 de Dezembro, destas regras no Regime Fiscal da Titularização de Créditos, terá tido como objectivo último a uniformização dos procedimentos a aplicar para a comprovação da qualidade de não residente para efeitos da concessão dos benefícios fiscais.

Paralelamente com as alterações operadas ao Regime Fiscal da Titularização de Créditos, este diploma consagrou ainda regras especialmente aplicáveis à cessão de créditos do Estado e da Segurança Social para efeitos de titularização, tendo ainda clarificado alguns aspectos no que tange à identificação dos tipos de crédito susceptíveis de titularização, dos efeitos processuais da operação de titularização e das operações de gestão e cobrança.

Mais concretamente, em seguida, salientaremos, pela sua relevância, algumas destas alterações legislativas operadas no ordenamento jurídico português:

#### **(i) Os créditos do Estado e da Segurança Social susceptíveis de titularização**

O Regime Jurídico da Titularização de Créditos prevê que o Estado e a Segurança Social possam designadamente ceder, para efeitos de titularização: (i) créditos emergentes de relações jurídico-tributárias provenientes de tributos fiscais e parafiscais e as contribuições e quotizações para a Segurança Social; (ii) créditos respeitantes a rendimentos do património mobiliário e imobiliário do Estado; (iii) créditos decorrentes de aplicação de coimas, multas e outras sanções pecuniárias cobradas coercivamente em processo de execução fiscal; (iv) créditos respeitantes a custas processuais que não sejam pagas nos prazos legais.

#### **(ii) Efeitos processuais da cessão de créditos do Estado e da Segurança Social**

Relativamente aos efeitos processuais da cessão de créditos do Estado e da Segurança Social, os procedimentos e processos que envolvam os créditos cedidos correm nos termos gerais com se não tivesse ocorrido qualquer cessão, ou seja, o facto de o Estado ter cedido os créditos não o isenta de os ter de cobrar no âmbito da função de cobrança que lhe compete. Note-se que esta função de cobrança inerente ao aparelho administrativo estatal teve seguramente uma influência positiva no preço dos créditos cedidos aquando da avaliação dos mesmos pelas agências de *rating* (refira-se a este respeito que uma parte significativa dos mencionados créditos obteve a elevada classificação de AAA).

### **4 – As obrigações acessórias previstas no âmbito do Decreto-Lei n.º 219/2001, de 4 de Agosto**

O regime previsto no n.º 2 do artigo 7.º do Regime Fiscal da Titularização de Créditos configura-se com um procedimento alternativo específico relativamente ao regime uniforme e geral previsto no n.º 1 deste artigo para comprovar a qualidade de não residente.

Assim, prevê-se que não são aplicáveis os deveres de comunicação e retenção quando as unidades de titularização ou as obrigações titularizadas estejam registadas ou depositadas junto de entidade não residente que participe num sistema de liquidação internacional estabelecido em Estado membro da UE, em país da OCDE ou em país com o qual Portugal tenha celebrado Acordo para Evitar a Dupla Tributação Internacional (doravante “ADT”) que preencha determinados requisitos e essa entidade não residente se tenha obrigado, perante a entidade gestora do sistema de liquidação internacional, a não prestar serviços de registo ou depósito de unidades de titularização ou de obrigações titularizadas a residentes em Portugal para efeitos fiscais, a estabelecimentos estáveis de não residentes e a não residentes aos quais não é aplicável a isenção prevista no artigo 4.º do Regime Fiscal da Titularização de Créditos.

Neste caso, a entidade não residente junto da qual estão depositadas ou registadas as unidades de titularização ou as obrigações titularizadas confirma a qualidade de não residente dos detentores e comunica à entidade gestora do sistema de liquidação internacional os valores relevantes para efeitos de pagamento dos rendimentos e retenção na fonte de IRS ou de IRC que, por sua vez, comunica esses mesmos valores às entidades obrigadas a efectuar essa retenção, as quais ficam vinculadas à manutenção das comunicações da entidade gestora do sistema de liquidação internacional.

No que tange à comprovação do regular cumprimento dos procedimentos tendentes à concessão dos benefícios, a Administração Tributária dispõe apenas do poder de solicitar à entidade gestora de sistemas de liquidação internacionais as comunicações das entidades não residentes custodiantes dos valores mobiliários que participam neste sistema, bem como comprovativo da obrigação assumida por essas entidades não residentes de não prestar serviços de registo ou depósito de unidades de titularização ou de obrigações titularizadas a residentes em Portugal ou a não residentes aos quais não se aplique a isenção prevista no supra citado artigo 4.º do Regime Fiscal de Titularização de Créditos.

Efectivamente, dado não se encontrar previsto qualquer modelo oficial para as comunicações e para as assunções das obrigações das entidades não residentes custodiantes dos valores mobiliários, entendemos que a simples adesão às regras do sistema de liquidação internacional com a informação expressamente prevista deverão constituir documentos fiscalmente aceites para este efeitos.

Da análise à alínea d) do n.º 2 do artigo 7.º daquele Decreto-Lei, conclui-se ainda que, quando os valores mobiliários estão registados junto de uma entidade não residente que participe num sistema de liquidação internacional (que observe os requisitos estabelecidos na lei), e desde que a entidade custodiante não residente em território português se comprometa a não prestar serviços de custódia a residentes em Portugal para efeitos fiscais, a estabelecimentos estáveis de não residentes e a não residentes aos quais não é aplicável a isenção de IRS e IRC do artigo 4.º do Regime Fiscal de Titularização de Créditos, não são aplicáveis os artigos 119.º e 120.º.

Refira-se adicionalmente que o mecanismo de comprovação da qualidade de não residente em território português, previsto no n.º 2 do artigo 7.º, amplamente utilizado pelos diversos agentes económicos, deveria ser transposto para outras situações fiscalmente relevantes previstas no ordenamento jurídico-tributário português. A este propósito, aguarda-se com expectativa a criação do regime de isenção nos rendimentos qualificados de capitais e nas mais-valias, de IRS e de IRC, para valores representativos de dívida, auferidos por não residentes em território português e que neste território não disponham de estabelecimento estável ao qual os mesmos sejam imputáveis.

Com efeito, esta potencial produção normativa, objecto de autorização legislativa nos termos do artigo 29.º da Lei n.º 107-B/2003, de 31 de Dezembro (Lei do Orçamento do Estado para 2004), encontra-se novamente prevista, em sede de autorização legislativa, na Proposta de Lei do Orçamento do Estado para 2005.

A título de nota final nesta matéria, parece-nos que seria importante que o legislador, no diploma legislativo que venha a produzir, procedesse à uniformização, em matéria probatória, dos procedimentos tendentes à comprovação da qualidade de não residente em território português para efeitos de aplicação de regimes de isenção. Por razões de simplicidade e uniformidade de procedimentos do comércio jurídico a praticar pelos diversos agentes económicos, entendemos que, na matéria da prova para concessão dos benefícios fiscais, seria adequado reproduzir nesse futuro diploma as regras previstas no artigo 7.º do Regime Fiscal de Titularização de Créditos.

#### **5 - Consequências da revogação do artigo 8.º do Decreto-Lei n.º 219/2001, de 4 de Agosto, referente à substituição tributária, pelo artigo 44.º da Lei n.º 107-B/2003, de 31 de Dezembro**

As consequências práticas desta revogação prendem-se sobretudo com a eliminação da regra anteriormente prevista no Regime Fiscal da Titularização de Créditos relativa à substituição tributária, no sentido de remeter o tratamento desta questão para as regras gerais previstas no Código do IRC e na Lei Geral Tributária.

Assim, foi eliminada a responsabilidade originária das SGFTC e das STC pelo imposto retido ou que o deveria ter sido nas operações de titularização que determinassem a obrigatoriedade de retenção na fonte, tendo-se clarificado que essa obrigatoriedade, tratando-se de valores mobiliários sujeitos a registo ou depósito, emitidos por entidades residentes em território português, bem como a responsabilidade pelas importâncias retidas e não entregues no cofre do Estado, ficou a cargo das entidades depositárias ou registadoras.

Consequentemente, pertencem a estas últimas entidades a obrigatoriedade de possuírem a prova da qualidade de não residentes que beneficiem de isenção de IRS ou IRC ou qualquer outra qualidade da qual resulte a dispensa ou redução da taxa de retenção na fonte de IRS ou de IRC, válida à data em que a retenção deva ser efectuada, bem como de cumprir as obrigações previstas nos artigos 119.º e 120.º do Código do IRS.

Isto não significa necessariamente que as STC e as SGFTC deixem de estar obrigadas à manutenção de registos e à prestação de informação para efeitos de controlo.

A não comprovação da qualidade de que depende a isenção, dispensa ou redução de taxa de retenção a fonte de IRS ou IRC à data da obrigação de retenção na fonte sobre o rendimento das unidades de titularização ou das obrigações titularizadas implica a perda dos benefícios fiscais concedidos às entidades beneficiárias bem como a responsabilidade pelo imposto em falta por parte das entidades depositárias ou registadoras, sendo que a entidade beneficiária pode ser “*apenas subsidiariamente responsável pelo pagamento da diferença entre as importâncias que deveriam ter sido deduzidas e as efectivamente o foram*” (cfr. n.º 3 do artigo 28.º da LGT).

## **6 – Breve referência à operação de titularização dos créditos do Estado e da Segurança Social<sup>7</sup> – Explorer 2004 Series 1**

Em traços gerais, esta transacção, pelas suas características, assumiu importante destaque no ordenamento jurídico-tributário português e porque não dizê-lo, igualmente no panorama europeu<sup>8</sup> no âmbito da securitização, desde logo por se ter tratado da:

- 1ª operação de securitização realizada pelo Estado Português;
- 1ª operação de securitização de créditos fiscais na Europa;
- 1ª operação de securitização em que foi usada uma Sociedade de Titularização de Créditos em Portugal;
- 1ª operação de securitização de emissão directa a partir de Portugal;
- 1ª operação de securitização com emissão de obrigações sujeita à lei portuguesa.

O colateral da transacção consistia numa carteira de dívidas à Administração Fiscal e à Segurança Social, com um valor nominal global de 11.446.707.759 euros, que se encontravam em fase de cobrança coerciva através de processos de execução, instaurados entre 1 de Janeiro de 1993 e 30 de Setembro de 2003.

As dívidas cedidas foram avaliadas por agências de *rating* independentes, tendo sido titularizadas como obrigações pela sociedade veículo Sagres – Sociedade de Titularização de Créditos, S.A. (doravante abreviadamente designada por “Sagres”) para serem vendidas no mercado internacional. Com essa venda o banco (*arranger e lead manager* da emissão) recupera o capital antecipado ao Estado português e, à medida que as dívidas forem sendo cobradas, os investidores vão sendo reembolsados e remunerados com uma taxa de juro indexada à Euribor. Por outro lado, o Estado cobrará as suas comissões (pelos serviços de cobrança das dívidas), as quais se encontram estabelecidas segundo uma fórmula que visa estimular o sucesso nas cobranças.

Os créditos foram cedidos à Sagres, pelo preço inicial de 1 760 milhões de euros. A este preço acrescerá, no final da operação, um preço diferido, cujo montante corresponderá a todos os valores de cobranças sobranes após o pagamento integral das quantias devidas aos titulares das obrigações titularizadas e dedução das despesas e custos da operação de titularização.

De notar que a operação visa efectuar uma transferência total dos riscos da cobrança para a Sagres (e consequentemente para os detentores das obrigações), cumprindo assim o critério de separação económica do *portfolio* de activos titulados face ao originador (*true sale*) (que correspondia a uma das exigências do Eurostat para aceitação da operação).

## **7 – Análise do mercado português em 2003 (estruturas utilizadas, volume das operações efectuadas e activos envolvidos)**

Em Portugal, desde 1998 que se vem assistindo à concretização de operações de titularização de créditos levadas a cabo por entidades nacionais. Estas operações efectuaram-se no domínio do crédito ao consumo, do crédito para aquisição de automóvel, dos contratos de leasing e aluguer de longa duração - ALD e, mais recentemente, do crédito à habitação.

Refira-se que este tipo de operações financeiras desenvolveu-se rapidamente em Portugal já que as mesmas trazem inúmeras vantagens para entidades que lidam regularmente com um grande número de devedores e que vêm a sua performance financeira melhorar ao venderem parte dos seus créditos, como forma de antecipação de receitas.

---

<sup>7</sup> A Portaria n.º 1375-A/2003, de 18 de Dezembro, descreve pormenorizadamente os termos em que o Estado e a Segurança Social procedem à cessão dos créditos tributários para efeitos de titularização.

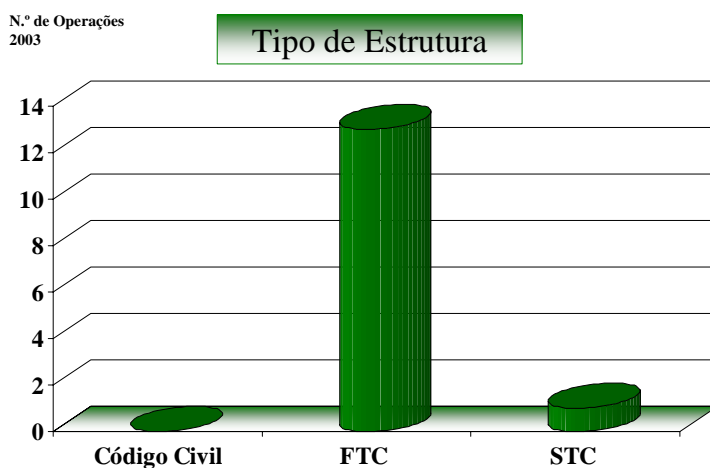
<sup>8</sup>Vd. Pedro Cassiano Santos e Paula Gomes Freire, “2003 a landmark year for Portuguese Securitization”, in *The 2004 Guide to Structured Finance - International Financial Law Review*, pags. 77 -79.

Em 2003, registou-se um alargamento do conceito de titularização a outras classes de activos. Na verdade, o conceito foi também aplicado a activos que correspondiam a facturas de fornecimentos comerciais (combustíveis) e produtos de papel e pasta de papel e, posteriormente, a uma terceira classe de activos, os de natureza pública, que foram titularizados na operação *Explorer 2004 Series 1*.

A título meramente estatístico, refira-se que o volume de operações de securitização realizadas em Portugal, ao abrigo do Regime Jurídico da Titularização de Créditos, durante o ano de 2003, foi largamente superior, designadamente em função da dimensão nacional e da complexidade e do tempo que cada operação consome. Vejamos alguns gráficos relativos às estruturas utilizadas, ao volume das operações e ao tipo de activos titularizados no ano de 2003 que ilustram esta situação.

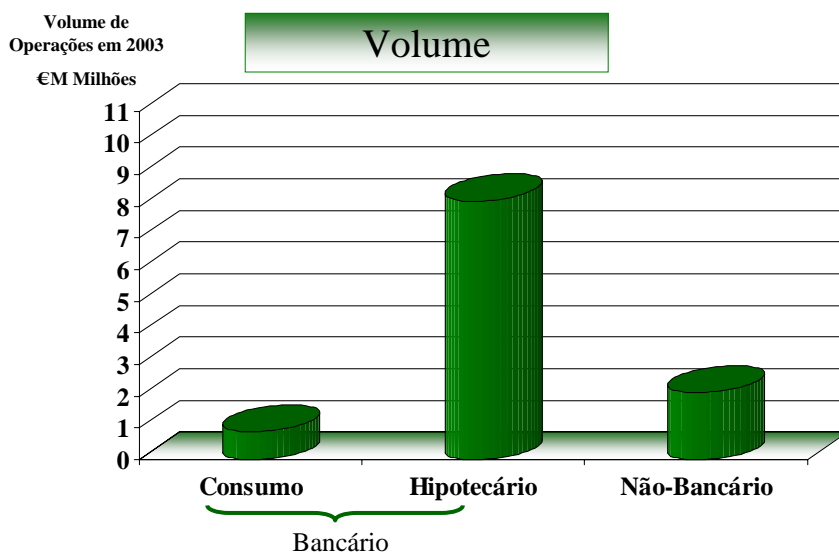
Da análise ao número de operações realizadas em 2003, verifica-se que a utilização dos FTCs é, por ora, com clara vantagem, o tipo de estrutura preferida pelos diversos intervenientes nestas operações.

## Mercado



O volume de negócios com este tipo de operações assumiu igualmente um valor significativo, como se pode constatar infra, tendo-se registado um aumento em relação aos anos anteriores.

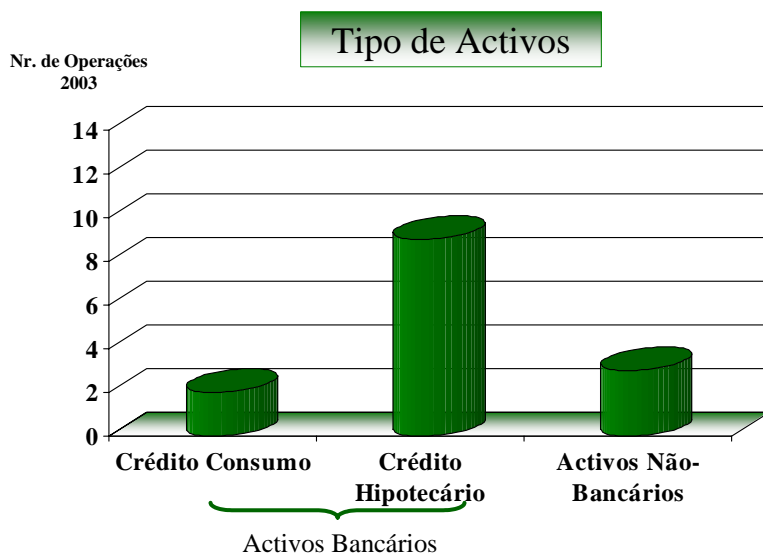
## Mercado



No que se refere ao tipo de activo no mercado, constata-se que os activos bancários continuaram a assumir uma importante parcela no conjunto das operações realizadas em 2003.



## Mercado

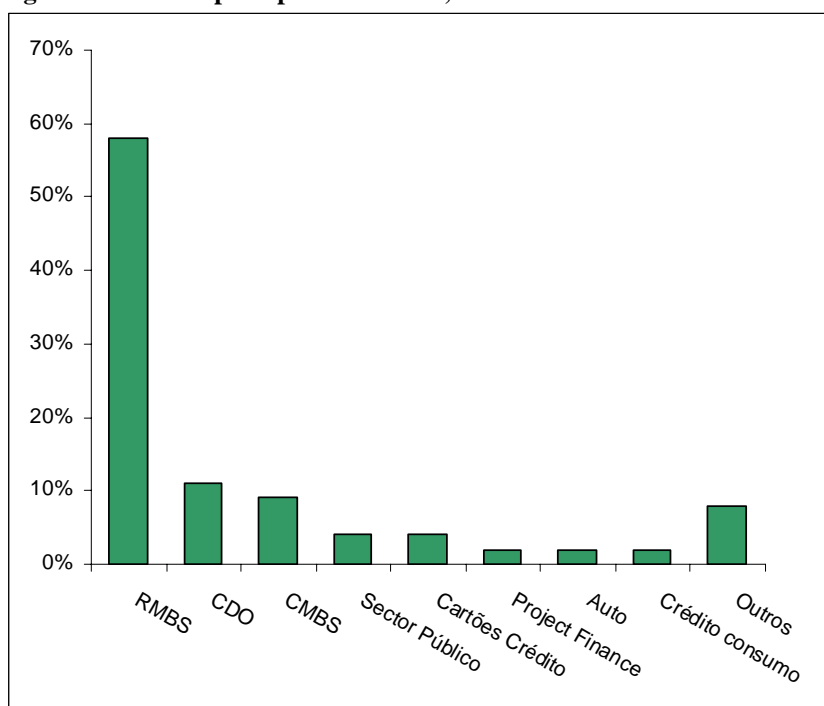


Por dados anteriores pensamos poder retirar-se como conclusão que o mercado português tem sido bastante dinâmico, tanto em termos de volume como em termos de tipo de activos. Seguramente que para tal dinamismo terá contribuído significativamente a existência de um quadro legislativo adequado e de um regime fiscal que, no essencial, consagra a neutralidade fiscal deste tipo de operações. Pensamos adicionalmente que a colocação deste conceito ao serviço eficiente de um conjunto mais alargado de originadores (a exemplo do que tem ocorrido noutros mercados) merece, no entanto, que o esforço com vista à absoluta neutralidade fiscal, seja prosseguido, tal como procuramos sugerir no capítulo 9.

### 8 – Titularização de créditos na Europa

O quadro *infra* ilustra os diversos tipos de activos titularizados na Europa, sendo que é possível observar que os colaterais do sector público ainda se encontram numa fase de expansão.

Figura 1- Emissão por tipo de colateral, 2003



Fonte: DB Global Market Research

**Legenda:**

**RMBS** - Residential Mortgage-Backed Securities

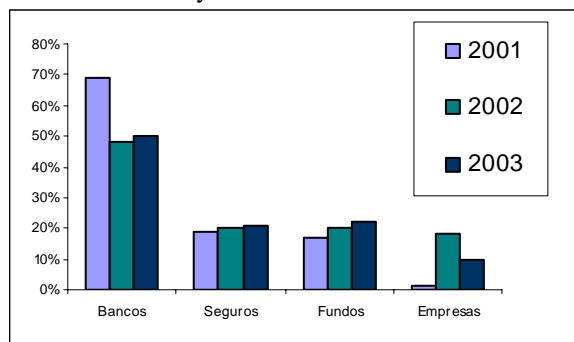
**CDO** – Collateralised Debt Obligation

**CMBS** – Commercial Mortgage-Backed Securities

Por fim, refira-se que continuam a ser os bancos, conforme se evidencia no quadro infra, os maiores investidores das unidades de participação / obrigações titularizadas derivadas das operações de titularização de créditos nos últimos anos (cfr. Figura 2).

**Figura 2 – Estimativa do investidor base europeu**

Fonte: DB ABS Syndicated Desk



Fonte: DB ABS Syndicate Desk

## 9 – Algumas propostas de alteração ao regime fiscal para viabilização de operação de titularização de créditos 100% nacional

Actualmente, boa parte das operações de titularização de créditos efectuadas em Portugal são montadas a partir da combinação da jurisdição portuguesa com uma jurisdição estrangeira (na maioria das vezes, a jurisdição Irlandesa, em virtude do seu regime fiscal particularmente vantajoso), talvez por se considerar que o actual quadro jurídico-fiscal, apesar das alterações recentemente introduzidas, ainda não é suficientemente atractivo para a realização de uma operação 100% portuguesa.

Com efeito, as operações de titularização de créditos exigem uma estruturação financeira ao nível do veículo de titularização de créditos que permita graduar o perfil de risco dos créditos adquiridos em conformidade com o *rating* dos valores mobiliários a emitir (o que é comumente designado por “*credit enhancement*”), permitindo atribuir distintos níveis de risco (*rating*) aos valores mobiliários titularizados a emitir, alcançando, dessa forma, níveis de financiamento mais baixos e abrangendo uma classe de investidores mais ampla.

Para a criação desse *credit enhancement* é necessário recorrer a diversos expedientes, como sejam a contratação de certo tipo de garantias, a contratação de linhas de liquidez, a criação de reservas, a retenção da liquidez em instrumentos de risco muito reduzido (*cash-trapping*) e a contratação de *swaps*, entre outros.

Persistem, contudo, alguns obstáculos à criação do mencionado *credit enhancement*, os quais poderão servir de justificação à continuidade do recurso à denominada “estrutura dupla”, na qual o veículo de titularização de créditos português é apenas utilizado como veículo “de passagem” dos valores das cobranças dos créditos para um único titular das unidades de participação (usualmente um SPV na Irlanda), no qual se verifica o *credit enhancement*.

É este SPV quem, de facto, procede à emissão dos valores mobiliários de titularização de créditos (*ABS notes*) e os coloca junto dos investidores.

Cumpra, pois, efectuar uma reflexão relativamente aos obstáculos de cariz fiscal que ainda se verificam na jurisdição portuguesa, no sentido de tentar dotar Portugal de um regime fiscal que viabilize a implementação de operações exclusivamente portuguesas.

### 9.1 – Imposto do Selo

Verifica-se, nalgumas operações de titularização de créditos, a necessidade de contratação de uma garantia ou de um seguro a favor dos detentores das unidades de participação ou das obrigações titularizadas. Porém, não se encontra consagrada na legislação fiscal portuguesa qualquer isenção de Imposto do Selo aplicável a estas transacções quando as mesmas são levadas a cabo por FTC ou STC.

Deverá, pois, ponderar-se o alargamento do âmbito das operações que se encontram isentas de Imposto do Selo pelo artigo 6.º do Regime Fiscal da Titularização de Créditos Fiscais, de forma a incluir igualmente

este tipo de transacções, a exemplo do que já ocorre com a generalidade das operações relativamente às quais haveria sujeição a Imposto do Selo no contexto das titularizações de créditos.

### 9.2 – IVA

O Regime Fiscal da Titularização de Créditos, no seu artigo 5.º, prevê uma isenção de IVA aplicável às operações de administração e gestão dos FTC, bem como às prestações de serviços de gestão que se enquadrem no artigo 5.º do Regime Jurídico da Titularização de Créditos e às operações dos depositários a que se refere o artigo 24.º deste diploma, as quais revestem carácter fundamental na montagem e funcionamento das operações de titularização de créditos.

Todavia, o facto de não se ter incluído no âmbito da referida isenção outros serviços igualmente essenciais à execução das operações de titularização de créditos (e.g. os serviços de análise e atribuição de *rating* efectuados nestas operações) tem sido apontado como uma das razões que conduzem à utilização forçosa de um segundo veículo noutra jurisdição (normalmente a jurisdição Irlandesa, na qual alguns desses serviços beneficiam de um regime de IVA mais favorável). Como tal, a consagração de uma isenção para este tipo de serviços na legislação interna portuguesa afigura-se essencial para assegurar a equiparação do regime de IVA aplicável em Portugal a estas transacções ao praticado noutras jurisdições.

Cumprido, no entanto, referir que, em rigor, para assegurar a neutralidade que terá sido pretendida pelo legislador relativamente às operações de titularização de créditos, exigir-se-ia um alargamento das isenções de IVA actualmente previstas a um âmbito muito mais vasto de serviços, compreendendo, designadamente:

- (i) Comissões relacionadas com a emissão e admissão em Bolsa das unidades de titularização e das obrigações titularizadas;
- (ii) Serviços relacionados com a gestão da liquidez;
- (iii) Serviços de agência;
- (iv) Remuneração do representante comum dos obrigacionistas;
- (v) Serviços de auditoria relacionados com a operação;
- (vi) Serviços de montagem da operação e colocação dos valores mobiliários;
- (vii) Serviços de assessoria legal ou fiscal à operação;
- (viii) Serviços de assessoria técnica ou de avaliação dos activos.

### 9.3 – IRC

Nas operações de titularização de créditos verifica-se que os veículos recebem os fundos provenientes das cobranças dos créditos, mas apenas os distribuem aos detentores dos valores mobiliários periodicamente (*i.e.* nas datas de cupão ou de distribuição de rendimentos). Tal facto gera uma liquidez no veículo que é passível de ser investida em determinados instrumentos de elevada liquidez (cfr. artigo 3º do Regulamento da CMVM nº 12/2002).

No entanto, num simples depósito, o juro credor está sujeito a retenção na fonte em sede de IRC. Ora, mesmo que este imposto venha a ser recuperado nos anos seguintes, tal traduz-se numa ineficiência financeira que pode, inclusivamente, revestir uma ineficiência operacional, já que a recuperação do IRC, que na realidade é devido aos credores da operação, poderá vir a verificar-se já após a data da amortização dos valores mobiliários.

Esta situação também terá contribuído para a utilização da mencionada “estrutura dupla”, utilizando um SPV noutra jurisdição (normalmente, na Irlanda), sendo que o veículo de titularização de créditos português acaba por funcionar apenas como um mero “veículo de passagem” dos fundos (*i.e.* os fundos saem no mesmo dia em que entram e, portanto, não se gera qualquer liquidez).

Importa, pois, isentar de retenção na fonte os juros credores dos depósitos nos quais seja aplicada a liquidez e demais instrumentos financeiros, no sentido de assegurar a desejada neutralidade fiscal deste tipo de operações e dos instrumentos de aplicação de liquidez disponíveis no mercado nacional a utilizar no contexto das mesmas.

Cabe ainda referir que, nas operações de titularização de créditos e devido ao diferente perfil de risco de taxa de juro associado à cobrança dos créditos e às taxas de juro associadas ao pagamento de rendimentos nas unidades de participação ou ao pagamento de cupão nas obrigações, o veículo de titularização de créditos habitualmente contrata um instrumento derivado de cobertura do risco de taxa de juro (vulgo *swap*).

Acontece, porém, que os ganhos decorrentes de *swaps* de taxa de juro estão, regra geral, sujeitos a retenção na fonte de IRC quando sejam contratados com instituições financeiras estrangeiras, salvo quando diferente conclusão se possa aferir das disposições previstas nos ADTs celebrados por Portugal.

Uma vez mais, pelo facto de nem todos os ADTs tratarem esta questão de forma idêntica (havendo, conseqüentemente, situações em que se poderá não afigurar possível evitar a retenção na fonte nos pagamentos resultantes de contratos de *swaps* tornados necessários no contexto destas operações), verifica-se uma ineficiência no funcionamento das operações que justifica, em certa medida, a contratação desses *swaps* ao nível do SPV localizado noutra jurisdição (normalmente, na Irlanda) nas referidas “estruturas duplas”.

Pelo exposto, além de todas as medidas anteriormente sugeridas, seria recomendável a consagração de uma isenção de retenção na fonte relativamente a estes pagamentos para a generalidade das situações, por forma a criar um clima de confiança e segurança jurídica que torne a opção exclusiva pela jurisdição portuguesa mais neutra em termos fiscais.