

About Finance

A análise da TELLES, aos temas relevantes do setor.

Nesta edição analisamos o peso dos juros e o impacto na economia. São temas relevantes o efeito das alterações ao *Golden Visa* na indústria de gestão de ativos, discutimos os desenvolvimentos dos deveres dos intermediários financeiros em tribunal, sendo ainda incontornável a demissão do Primeiro-Ministro e os impactos fiscais do OE 2024.

Finance Outlook

Juros: quanto tempo será tempo suficiente?

Os tempos são de grande incerteza, não só no mundo, destacando-se os conflitos armados na Ucrânia e em Israel e Palestina, mas também em Portugal, agora agravado pelo atual contexto político. Neste último trimestre de 2023, as empresas a delinear orçamentos e objetivos para 2024 olham para o futuro com apreensão. Os sinais que recebemos da economia são altamente contraditórios.

Por um lado, o peso da dívida é fator de preocupação. A taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro de Portugal a 10 anos era de 3,59% em outubro, quando, por exemplo, em 2021 era de apenas 0,3%. Temos de recuar a 2014, início do período de alívio da crise da dívida soberana, para encontrarmos uma

taxa mais alta, à data era 3,8% ¹. Esta tendência de subida das *yields* da dívida soberana mantém-se pelo resto do mundo.

A pressão que os países na União Europeia enfrentam com o aumento do preço da dívida, resultante essencialmente do aumento da taxa de referência imposta pelo Banco Central Europeu (“BCE”), altera o padrão de sustentabilidade da dívida pública dos últimos anos.

Até aqui a redução relativa do peso da dívida assentou numa manutenção da carga fiscal (para não falar em aumento através de impostos indiretos) **que quando conjugada com o alívio do preço da dívida, permitiu reduzir o peso relativo da dívida** face ao PIB para níveis inferiores aos que registávamos antes do COVID (era de 116,6% em 2019 e a setembro de 2023 registava-se nos 106,1%, segundo as previsões do Ministério das Finanças ²). **A chamada “fantasia fiscal” ³.**

¹ Fonte Banco de Portugal (www.bportugal.pt) e Pordata (www.pordata.pt).

² Fonte Pordata.

³ Expressão cunhada pelo The Economist em Outubro de 2023, mas a propósito das medidas do Governo Italiano.

Ainda assim, apesar do agravar recente do peso da dívida, mesmo nas empresas e particulares, a economia portuguesa tem-se mostrado mais resiliente do que seria de esperar. De acordo com o Boletim Económico do Banco de Portugal de outubro, a economia nacional registou um crescimento de 2,3% em 2023.

Não obstante, **esta mudança de paradigma na sustentabilidade da dívida pública obriga os governos a usarem mais receita fiscal para fazer face ao serviço da dívida, ficando a “manta curta” para as necessidades de investimento e crescimento económico.** Por essa razão, agravada naturalmente pela continuada inflação e riscos de aumentos de preços das matérias-primas, prevê o Banco de Portugal um crescimento de apenas 1,5% em 2024 e 2,1% em 2025. O ponto aqui, é saber por quanto tempo o preço da dívida

poderá continuar nos atuais níveis num cenário de fraco crescimento económico e de fraca sustentabilidade da dívida pública.

As recentes declarações de Christine Lagarde, Presidente do Banco Central Europeu, vão no sentido de aceitar uma redução da taxa de referência do BCE nos próximos trimestres, se a inflação na zona euro se mantiver nos 2% por tempo suficiente. Isto, significa também que, pelo menos para já, poderemos esperar a manutenção da atual taxa de referência. Atento o cenário atual de incerteza, podemos encontrar aqui boas notícias para 2024, apesar da redução não estar prevista para já, os sinais são de, pelo menos, contarmos com a manutenção das taxas de referência em valores próximos dos atuais, pelo menos durante a primeira metade de 2024. Veremos os impactos que tal terá na economia e o que nos trarão as legislativas de 2024. 📌

Em discussão no mercado

O efeito das alterações ao *Golden Visa* na indústria de gestão de ativos.

O Programa Mais Habitação já está em vigor, e com a implementação das medidas da Lei n.º 56/2023, importa perceber o impacto efetivo que tais alterações trazem ao mercado do investimento e da habitação. O capital de risco é elegível? E os modelos de negócio assentes em imobiliário?

Mantendo o foco na área financeira, faremos referência somente às alterações

nas modalidades de investimento no âmbito do Programa *Golden Visa*.

A entrada em vigor do Programa Mais Habitação, eliminou a possibilidade de obtenção de autorização de residência para atividade de investimento com fundamento na (i) transferência de capitais no montante de EUR 1.000.000,00 e (ii) investimento imobiliário em valor igual ou superior a EUR 500.000,00.

Contudo, no âmbito das modalidades de investimento elegíveis para a obtenção de autorização de residência, mantêm-se a subscrição de unidades de participação em organismos de investimento coletivo não

imobiliários, constituídos ao abrigo da legislação portuguesa, desde que com uma maturidade dos investimentos de, pelo menos, 5 anos e 60% do valor do investimento seja realizado em sociedades sediadas em Portugal.

A opção legislativa da lei do Programa Mais Habitação ao referir-se a *“organismos de investimento coletivo não imobiliário”* trouxe consigo alguma incerteza, uma vez que optou por utilizar linguagem não própria da legislação do sector (o novo Regime de Gestão de Ativos) e numa definição pela negativa. Assim, fica a dúvida de saber quais os organismos de investimento coletivo elegíveis para a obtenção de autorização de residência para atividade de investimento.

Uma das dúvidas que se tem suscitado é a de saber se os fundos de capital de risco são elegíveis e quais as limitações de investimento por parte deste tipo de fundos, para efeitos da obtenção dos chamados *“Golden Visa”* por investidores.

De acordo com o Regime da Gestão de Ativos, considera-se investimento em capital de risco *“a aquisição de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, como forma de beneficiar da respetiva valorização”*.

Não sendo os fundos de capital de risco destinados ao investimento imobiliário, e sendo tal expressamente afastado pelo legislador no preâmbulo do Decreto-Lei n.º 27/2023 que publica o Regime da Gestão de Ativos, pela própria natureza é fácil de concluir que este tipo de fundos será então elegível para efeitos de *“Golden Visa”*.

Ora, mas essa definição de capital risco não parece também impossibilitar que as empresas alvo desse investimento tenham um projeto empresarial com um modelo de negócio assente numa exposição indireta ao imobiliário, afirmação esta também sustentada pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (“CMVM”) no seu Ofício-Circular DGCI/2013/11, emitido a 18 de maio de 2012.

Nos termos da lei do Programa Mais Habitação, para a completa elegibilidade de um fundo de capital de risco, além dos requisitos relativos às características do investimento, é necessário que o fundo objeto do investimento não contemple, direta ou indiretamente, um investimento imobiliário, contudo, não está o conceito de *“investimento imobiliário”* definido.

Entendemos que tal expressão deverá ser interpretada como aquela cuja atividade económica subjacente compreenda apenas ou essencialmente a exposição a bens imóveis, sendo que a menção a *“direta ou indiretamente”* deverá ser interpretada como uma referência apenas à forma como os imóveis podem ser detidos, por exemplo, diretamente ou através de diferentes veículos ou participações.

Assim, **atividades que assentem na exploração económica de ativos imobiliários não deverão ficar excluídas**, desde que essa exploração assente num modelo de negócio de criação de valor efetivo não resultante apenas da mera especulação do ativo imobiliário, estamos a pensar, por exemplo, em modelos de negócio de atividade hoteleira, agricultura, residências seniores. Tudo modelos com uma forte componente imobiliária, mas cuja valorização não resulta unicamente da compra e venda do ativo. ■

Em tribunal

Deveres dos Intermediários Financeiros e Conflito de Interesses

Recentemente o Supremo Tribunal de Justiça (“STJ”) veio pronunciar-se em dois processos distintos sobre as normas relativas aos deveres dos intermediários financeiros no âmbito da comercialização de instrumentos financeiros junto de investidores não profissionais.

Numa das decisões (acórdão de 28 de setembro de 2023, Processo 25924/15.7T8LSB – A.L1.S1) estava em causa o reconhecimento de um crédito no processo de liquidação judicial da sucursal de um banco.

Neste caso, o investidor não profissional subscreveu papel comercial emitido por sociedade do mesmo grupo do banco comercializador, através de ordem verbal e sem registo em documento escrito. Este acórdão releva para a interpretação da legislação relacionada com (i) deveres a serem cumpridos pelos intermediários financeiros, nomeadamente quanto a registo e receção de ordens e (ii) tratamento de conflitos de interesses.

Quanto à transmissão da ordem de forma verbal, o **STJ esclareceu que a legislação atual permite que as ordens de compra de instrumentos financeiros sejam dadas oralmente ou por escrito, sem considerar a forma escrita uma formalidade cujo incumprimento afete a validade da ordem ou a sua prova.**

Neste sentido, entendeu que a falta de redução a escrito das ordens dadas oralmente, não implica a nulidade da ordem em si, nem implica que a mesma não possa ser provada por prova testemunhal (como veio a acontecer no caso). Até aqui havia a dúvida sobre se a falta da redução a escrito da ordem (que é um dever dos intermediários financeiros) afetaria a relação contratual. O STJ veio entender que a norma que estabelece este dever não tem carácter especial face ao Código Civil, prevalecendo o princípio da liberdade de forma para este tipo de negócios, ainda que uma das partes possa estar em incumprimento dos seus deveres regulatórios sectoriais.

Já no que se refere aos conflitos de interesses, nos termos do artigo 309.º-M do Código dos Valores Mobiliários, as instituições financeiras devem evitar ou reduzir os riscos de conflitos de interesses e, caso ocorram, deverá o intermediário financeiro tratar o conflito com “transparência e equidade”, dando sempre primazia ao interesse do cliente.

Todavia, entendeu que o mero **facto de uma instituição intermediária pertencer ao mesmo grupo financeiro do emitente das obrigações não constitui, por si só, um conflito de interesses**, desde que sejam cumpridos os deveres de transparência e seja dada prioridade aos interesses dos clientes. Em nossa opinião, uma interpretação do conceito de conflito de interesses com esta latitude, cria um precedente que torna difícil a concretização de eventuais conflitos de interesse. Sendo este analisado sob a perspectiva do benefício para o cliente, qualquer produto com maior rendibilidade (desde que seja adequado ao cliente numa perspectiva

de risco) conduzirá provavelmente à inexistência de conflito de interesses pelos intermediários o que, parece-nos, acaba por esvaziar a norma e os deveres que a mesma acarreta.

Importa também destacar a ainda recente jurisprudência uniformizada do STJ (Acórdão Uniformizador de Jurisprudência 8/2022), nos termos da qual se veio determinar a forma de verificação do nexo de causalidade entre a atuação dos intermediários financeiros que incumpram os seus deveres de informação e a decisão de investimento dos investidores. Segundo esta jurisprudência, para que exista nexo de causalidade, e logo responsabilidade dos intermediários financeiros, é necessário que os investidores aleguem e demonstrem que caso tivessem recebido toda a informação nunca teriam tomado a decisão de investir.

Esta jurisprudência veio recentemente a ser seguida também no acórdão de 17.10.2023 (Processo n.º 675/18.4T8TVD. L1.S1), do STJ em que o investidor alegava que apenas subscreveu um determinado investimento por lhe ter sido assegurado que este produto era semelhante a um depósito a prazo, mas com melhor rentabilidade e isento de risco, com possibilidade de movimentação a todo

o tempo, ainda que com maturidade de dez anos. O STJ veio a determinar que a atuação do intermediário financeiro foi ilícita porquanto o mesmo incorreu na violação do dever de informação a que se encontrava sujeito, dado não ter informado o cliente acerca da característica da subordinação no contexto do pagamento na maturidade da obrigação. No entanto, entendeu também que por não existir nexo de causalidade (apurado de acordo com a referida jurisprudência uniformizada), não haveria lugar à obrigação de indemnizar o investidor. Isto porque o investidor não demonstrou em juízo que, caso tivesse sido recebida a informação completa por parte do banco, não teria subscrito o investimento.

Assim, as entidades comercializadoras de instrumentos financeiros, devem ter em atenção estas posições da jurisprudência recente e adaptar em conformidade os seus formulários de subscrição de investimentos. **Será relevante não só que os investidores recebam, por escrito, toda a informação legalmente exigida, mas também que declarem que fundamentam essa decisão na informação efetivamente recebida.** ¹⁰

Desenvolvimentos Legais

Normas Europeias de Relato de Sustentabilidade

No dia 31 de julho de 2023, a Comissão Europeia adotou um Regulamento Delegado que estabelece o primeiro conjunto de Normas Europeias de Relato de Sustentabilidade e que

complementa a Diretiva de Reporte de Sustentabilidade (*Corporate Sustainability Reporting Directive* ou *CSRD*). De carácter obrigatório, as normas adotadas especificam as informações que deverão ser divulgadas pelas empresas abrangidas – a saber, as grandes empresas (i.e., aquelas que excedam, pelo menos, dois dos seguintes três limites: balanço total de EUR 20.000.000, receita líquida de

EUR 40.000.000 e número médio de colaboradores de 250) e as pequenas e médias empresas com valores mobiliários cotados num mercado regulamentado da UE, bem como as empresas-mãe de grandes grupos -, no cumprimento do seu dever de comunicar a sua posição e desempenho ao nível da sustentabilidade ambiental, social e de governação (ESG), bem como os riscos e oportunidades materiais verificados nessa sede.

O Regulamento Delegado será aplicável a partir de 1 de janeiro de 2024 às empresas que, ao abrigo da Diretiva 2014/95/UE, já se encontravam sujeitas aos requisitos de divulgação de informações não financeiras, o que significa que as grandes empresas, conforme acima definidas, que sejam entidades de interesse público com um número médio de empregados superior a 500, por um lado, e as entidades de interesse público que sejam empresas-mãe de um grande grupo com um número médio de empregados superior a 500, deverão integrar as normas ora aprovadas nos seus relatórios de gestão relativos ao exercício financeiro de 2024. Para as restantes empresas abrangidas por força da CSRD, que veio alargar o âmbito de aplicação da anterior diretiva, a implementação das normas de relato de sustentabilidade seguirá uma abordagem faseada, expectando-se que, até junho de 2024, a Comissão Europeia aprove normas setoriais específicas (identificando já a CSRD os sectores da agricultura, floresta e pesca, transportes e armazenagem e atividades imobiliárias, como associados a elevados riscos), normas proporcionadas para as pequenas e médias empresas cotadas e normas para as empresas de países terceiros.

É, portanto, **fundamental que as empresas comecem, desde já, a trabalhar no sentido de assegurarem que dispõem da informação necessária e de qualidade para preparem o relatório de sustentabilidade** de modo totalmente alinhado com a Diretiva CISE e com as normas de relato de sustentabilidade. Nesse contexto, poderão inclusivamente sentir a necessidade de operacionalizar processos de recolha, monitorização e reporte de dados, ou até de selecionar uma entidade externa verificadora das suas demonstrações financeiras.

Ainda no âmbito da estratégia da UE para o financiamento sustentável, vale a pena referir que a Comissão dos Assuntos Económicos e Monetários do Parlamento Europeu publicou este mês o seu projeto de relatório relativo à Proposta de Regulamento sobre a transparência e integridade das atividades de notação ESG, que visa apoiar os investidores a tomarem decisões mais informadas, exigindo que os prestadores de serviços de notação ESG na União sejam autorizados e supervisionados pela Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA).



Impactos Fiscais


Orçamento de Estado para 2024 e novo Governo

O Governo Português apresentou ao Após vários desenvolvimentos, a Lei de Orçamento de Estado para 2024 (“LOE”) foi aprovada no passado dia 29 de novembro.

Como habitual, a LOE contém uma série de medidas fiscais, entre as quais se destacam:

- i) a revogação do Regime do Residente Não Habitual e a introdução de um novo benefício fiscal para novos residentes dedicado à Inovação e Investigação Científica (permitindo i.a. a tributação a 20% de rendimentos ‘ativos’ e isenção de rendimentos passivos de fonte estrangeira, para trabalhadores e membros de órgãos de start-ups certificadas), com efeitos a 1 de janeiro de 2024, e
- ii) a possibilidade de optar pela passagem de processos tributários em curso junto de tribunais judiciais (sem período máximo de decisão) para tribunais arbitrais junto do Centro de Arbitragem Administrativa (geralmente sujeitos a um prazo de decisão de até 12 meses).

Antes disso, a proposta de LOE arriscou nunca vir a ser aprovada quando, a 7 de novembro, o Primeiro-Ministro apresentou a respetiva demissão ao Presidente da República, no seguimento de comunicado da procuradoria geral da república que dava conta do seu eventual envolvimento num caso de corrupção, demissão essa que, nos termos da Constituição da República, importaria a demissão do Governo e consequente caducidade da proposta de LOE. Porém, a 9 de novembro, o Presidente da República comunicou ao país que apenas aceitaria a demissão de modo diferido, de tal forma que i.a. a Proposta pudesse ser aprovada.

O Presidente da República anunciou ainda a convocação de eleições legislativas para 10 de março de 2024. 

Este documento foi elaborado pelas equipas de Financeiro e Mercado de Capitais e de Fiscal da TELLES.

Para mais informação contactar:
m.nobre@telles.pt | +351 210 308 830



Márcio Carreira
Nobre



José Maria
Cabral Sacadura



Natacha Branco



Mafalda Santos
Carvalho