

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA
FACULDADE DE DIREITO – ESCOLA DE LISBOA E CATÓLICA LISBON
SCHOOL OF BUSINESS & ECONOMICS

Mestrado de Direito e Gestão

2018/2020



**STOCK OPTIONS – A REMUNERAÇÃO DOS
ADMINISTRADORES NAS SOCIEDADES
ANÓNIMAS**

Marta Stock da Cunha

Orientadora: Professora Doutora Ana Perestrelo de Oliveira

28 de agosto de 2020

Agradecimentos

Aos meu pais, a quem devo tudo o que sou e que me fizeram sempre acreditar que todos os obstáculos são ultrapassáveis.

Ao Rodrigo, por me lembrar todos os dias do que sou capaz.

Ao Vasco, meu filho-melhor amigo, por me ter ensinado, na sua maneira doce, o verdadeiro sentido da responsabilidade.

Ao Professor Paulo Câmara, que tanto me ensinou durante o meu percurso académico.

Um agradecimento especial à Doutora Ana Perestrelo de Oliveira por todo o apoio que me deu ao longo da elaboração desta tese.

Índice

INTRODUÇÃO	6
PARTE 1. <i>Stock options</i> e Corporate Governance	8
1. Remuneração dos administradores – <i>Corporate Governance</i>	8
2. Conflito de interesses e Teoria da Agência.....	10
PARTE 2. <i>Stock options</i> enquanto instrumento de remuneração	13
3. Noção e enquadramento histórico	13
4. Particularidade das <i>Executive Stock options Plans</i> (ESOPs) em comparação com as <i>traded stock options</i> (TSOs).....	14
5. Vantagens e desvantagens.....	15
6. Tipos de <i>stock options</i>	20
7. Distinção das demais figuras.....	24
8. A contabilização das <i>stock options</i> como um custo	27
PARTE 3. <i>Stock options</i> no plano jurídico	31
9. Os contratos subjacentes	31
10. Forma de atribuição de <i>stock options</i>	37
10.1. Aumento de capital	37
10.2. Aquisição de ações próprias	38
11. A eficácia das <i>stock options</i> no contexto económico e legal	39
PARTE 4. <i>Stock options</i> nas transações societárias e de mercado	43
12. Fusão	43
13. Cisão.....	46
14. Oferta Pública de Distribuição	48
15. Oferta Pública de Aquisição.....	49
16. Operações de saída de mercado	50
CONCLUSÃO	52

BIBLIOGRAFIA 55

Abreviaturas

AG- Assembleia Geral de Acionistas

Art. – Artigo

CC – Código Civil

cfr. - conforme

CMVM – Comissão de Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

EBITDA – *Earns before interest, taxes, depreciation and amortization*

EUA – Estados Unidos da América

FASB – *Financial Accounting Standards Board*

IASB – *International Accounting Standards Board*

IFRS - *International Financial Reporting Standards*

IPCG - Instituto Português de *Corporate Governance*.

IPO – *Initial Public Offering* (“*oferta pública inicial*”)

OPA – Oferta Pública de Aquisição

RDS – Revista do Direito das Sociedades

ROC – Revisor Oficial de Contas

S&P - Standard and Poor's

ss. – seguintes

INTRODUÇÃO

Nesta dissertação procuraremos fazer uma análise detalhada da política de remuneração dos membros do órgão de administração baseada em planos de opções sobre ações da empresa – as designadas *stock options*.

A atividade empresarial enfrenta cada vez mais e maiores desafios de forma a acompanhar de forma eficiente a evolução do mercado, seja na vertente social, estratégica ou mesmo tecnológica.

Assim, as empresas procuram, através de variados procedimentos, alcançar os seus verdadeiros objetivos, isto é, a sustentabilidade, o sucesso e, o seu objetivo último, o lucro, estando na administração de qualquer sociedade a competência para o alcance desses objetivos.

Para atrair e fidelizar profissionais aptos para os desafios empresariais, coloca-se desde logo a questão da sua remuneração que, nos dias de hoje, não se cinge unicamente à mera retribuição fixa, sendo crucial a implementação de políticas de remuneração que procurem alinhar os interesses da sociedade com os dos seus administradores, como é o caso das *stock options*.

Na primeira parte deste trabalho, abordaremos a relevância do tema da remuneração dos administradores no âmbito da *corporate governance* e os problemas que daí advém, tal como o conflito de interesses que possam surgir na relação de agência entre acionista e administrador, e como a implementação de um plano de *stock options* poderá – ou não – mitigar esses problemas.

Numa segunda parte, iremos analisar as *stock options* na sua vertente prática, apontando algumas vantagens e desvantagens deste instrumento, bem como as suas diferentes modalidades, assim como figuras distintas deste, mas que muitas vezes se confundem. Além disso, discutiremos a questão da contabilização das *stock options* como um custo para a empresa, uma problemática que parece ainda dividir a doutrina.

A parte 3 deste trabalho será direcionada para uma análise das *stock options* no plano jurídico, onde estudaremos os contratos relacionados com a atribuição deste tipo de remuneração, e discutiremos a eficácia da sua implementação nas sociedades portuguesas.

Concluimos o nosso estudo com a parte 4, onde será analisada a viabilidade dos planos de *stock options* nas transações societárias e de mercado. Por outras palavras, procuraremos averiguar o que acontece a estas opções no caso de a sociedade ser alvo de uma OPA, ou de uma fusão, ou de uma outra transação que tenha impacto nas *stock options* atribuídas aos administradores das sociedades.

PARTE 1. *Stock options* e Corporate Governance

1. Remuneração dos administradores – *Corporate Governance*

O tema das práticas e políticas remuneratórias dos administradores das sociedades comerciais é um dos temas mais debatidos e analisados no âmbito do *corporate governance*.

Tanto assim o é, que com a mais recente crise financeira iniciada em 2007, onde se evidenciaram as dimensões perversas das remunerações dos administradores de várias sociedades, rapidamente surgiram regulações e recomendações¹ relativas ao pacote remuneratório dos cargos de gestão, com o objetivo de alinhar os interesses dos administradores e dos proprietários das sociedades – os seus acionistas.

Embora haja quem considere que a crise que abalou o sistema financeiro a nível global não tenha tido como causa direta e imediata as más práticas de *governance* no âmbito das políticas de remuneração², é ponto assente que as respostas dadas pelos sistemas de governo foram insuficientes e não souberam mitigar os problemas que daí advieram, reavivando a memória dos escândalos ocorridos nos anos 2000, nomeadamente com a empresa Enron, que através da manipulação das contas da sociedade, permitia a contínua atribuição de *stock option plans* aos seus administradores, permitindo uma aparência de lucro e solvabilidade, com as ações cotadas em valores que em nada correspondiam à realidade patrimonial, culminando na sua falência em 2001.

¹ Em 2009, o Financial Stability Board publicou dois documentos em matéria de remuneração – os *Principles for Sound Compensation Practices* (abril 2009) e *Implementation Standards for FSB Principles for Sound Compensation Practices* (Setembro 2009) – cuja abordagem incidia sobre a governação das práticas remuneratórias, o alinhamento da remuneração com o perfil de risco dos bancos, a supervisão pelas autoridades competentes e o envolvimento dos *stakeholders*. No mesmo sentido, a Comissão Europeia emitiu, em 2009, Recomendação n.º 2009/384/CE, relativa às políticas de remuneração dos serviços financeiros e ainda a Recomendação n.º 2009/385/CE, sobre o regime de remuneração dos administradores de sociedades cotadas. O texto da recomendação pode ser consultado na íntegra em: http://ec.europa.eu/internal_market/company/directors-remun/index_en.htm MEMO/09/213.

² HILL, Jennifer G., *Regulating Executive Remuneration After the Global Financial Crisis: Common Law Perspectives*, Sydney Law School Legal Studies Research Paper No. 11/91, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1956294>, p. 8 e 9, considerando o capitalismo levado ao extremo, a regulação inadequada do capital, os investimentos de grande risco e a pouca transparência informativa os maiores fatores que conduziram à crise mundial.

Entre nós, a matéria da remuneração está regulada tanto no CSC, onde o regime da fixação da remuneração dos administradores das sociedades anónimas está explanado nos arts. 399º e 429º CSC³, consoante se trate de uma sociedade que adote um modelo de governo societário clássico ou dualista, respetivamente.

Assim, determina o art. 399º, n.º 1 que cabe à AG a fixação da remuneração atribuída aos membros da administração da sociedade, ou a uma comissão de remunerações por si nomeada.

Já o art. 429º do CSC estabelece que a remuneração dos administradores é fixada pelo conselho geral e de supervisão, ou por uma comissão de remuneração por ele nomeada, ou ainda, caso o contrato de sociedade assim o determine, pela AG.

Relativamente à estrutura da remuneração, esta terá uma componente fixa⁴ e outra variável. A primeira diz respeito a montante que o administrador recebe em função do cargo que exerce, onde também é critério para a sua fixação a situação económica da sociedade, conforme o n.º 1 do art. 399º *in fine* do CSC. Assim, parece resultar da letra da lei que a remuneração fixa é sempre devida ao administrador, independentemente do seu melhor ou pior desempenho, através de uma quantia de dinheiro, ou através de contribuições acessórias⁵.

Parece resultar do nº2 do mesmo art. que a remuneração variável corresponde a uma percentagem dos lucros de exercício, sendo que a percentagem máxima destinada aos administradores deve ser autorizada por cláusula de contrato de sociedade e, além disso,

³ As sociedades que acolhem o modelo clássico, anglo-saxónico ou monístico são compostas, por um Conselho de Administração e por um Conselho Fiscal. Por outro lado, aquelas que acolham o modelo germânico ou dualista, são compostas por um Conselho de Administração e por um Conselho Geral e de Supervisão. Para maiores desenvolvimentos, *vide* CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 6.ª edição, Almedina 2016, p. 761 e ss.

⁴ Para Paulo Olavo Cunha, a lei não impede (embora também não preveja), que um administrador apenas aufera a componente variável da retribuição, não lhe sendo por isso atribuída qualquer remuneração fixa, *in* CUNHA, Paulo Olavo, “*Direito das Sociedades... op.cit.*”, p.819.

⁵ Tais como despesas com viaturas, refeições, senhas de presença pela participação nas reuniões do conselho de administração, alojamento ou uso de material de telecomunicação.

⁶ Neste sentido, pergunta-se se estas contribuições acessórias deverão ser consideradas como retribuições *per se*, ou antes como despesas inerentes à atividade do administrador, *cfr.* MORAIS, Rui Duarte, *Sobre o IRS*, 2ª edição, Almedina, 2008, p. 59.

não poderá incidir sobre distribuições de reservas em sobre qualquer parte do luro que não pudesse, por lei, ser distribuído aos acionistas (art. 399º, n.º 3 CSC).

Tem sido aceite pela doutrina que a componente variável da remuneração não se esgota numa potencial participação nos lucros da sociedade⁷, tendo antes por base índices qualitativos do desempenho do administrador, numa lógica de *pay for performance*⁸, onde o que se auferir pode ser uma quantia certa ou incerta, como prémios atribuídos se forem alcançados determinados objetivos, ou até a atribuição ações da sociedade – os chamados *stock option plans*.

Entre nós, os *stock option plans* são, desde logo, admitidos pela Lei n.º 28/2009⁹, de 19 de junho, no seu art. 1.º e 3.º alínea c), onde se estabelece que as políticas que envolvem este tipo de remuneração devem ser submetidas, anualmente, pela administração ou pela comissão de remunerações à aprovação da AG.

2. Conflito de interesses e Teoria da Agência

O art. 64º, n.º 1 do CSC estabelece os deveres fundamentais dos administradores, tendo por base deveres de cuidado e de lealdade. Através da análise deste preceito, entende-se que o administrador de uma sociedade deve agir com a “*diligência de um gestor criterioso e ordenado*” e no interesse da sociedade, *maxime* dos seus acionistas, atendendo à sustentabilidade da empresa e à obtenção de resultados a longo prazo.

É aqui que surge a relação de agência nas sociedades anónimas, onde o administrador (agente) atua no interesse do principal (o acionista), beneficiando-o com a sua atuação.

No entanto, o agente é tendencialmente motivado pela prossecução dos seus próprios interesses, ao invés dos interesses do principal, agindo oportunisticamente de forma a

⁷ Contra, Coutinho de Abreu, que sustenta, numa interpretação restritiva da norma do art. 399º, n.º 2 CSC, que a parte variável da remuneração se cinge unicamente a uma percentagem nos lucros do exercício, in ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, *Governança das Sociedades Comerciais*, 2ª edição, Almedina, 2010, p.84

⁸ CÂMARA, Paulo, “*Say on Pay*”: *O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral*, Revista de Concorrência e Regulação, Ano I, nº2, abril-junho 2010, p. 324.

⁹ Para consultar o diploma legal, vide <https://dre.pt/pesquisa/-/search/494791/details/maximized>.

maximizar os seus benefícios em prol do prejuízo dos interesses do principal¹⁰. É o que se chamam de problemas de agência, que mais não são do que os problemas com que se depara o acionista, para assegurar (e fiscalizar) que os seus administradores, cumprem o seu mandato de forma apropriada a satisfazer interesses alheios – os interesses dos titulares da propriedade – num contexto de elevada assimetria informativa.¹¹

Estes problemas de agência emergem de duas formas diferentes, caso estejamos perante uma sociedade onde o capital se encontra mais disperso – como é o caso das empresas americanas e anglo-saxónicas – ou onde o capital está mais concentrado¹² – no caso da maior parte das empresas europeias¹³.

O primeiro caso é aquele que trataremos com maior detalhe, por ser relevante para o tema da presente dissertação, é o chamado “*managerial agency problem*”. Com a crescente profissionalização dos cargos de gestão empresarial, tornou-se necessária a separação entre a propriedade e a gestão das empresas, abrindo as portas da gestão a pessoas estranhas à sociedade, que ficam assim encarregues de atuar sobre interesses alheios. Esta distância entre gestores e acionistas, leva a que os primeiros aproveitem a informação privilegiada que possuem sobre a sociedade para agir de acordo com os seus próprios interesses. Nesse sentido, quanto maior for a assimetria de informação, maior será a dificuldade dos acionistas em controlar a gestão, abrindo portas a comportamentos oportunistas por parte dos administradores.

Intimamente relacionado com a assimetria de informação, está a liberdade de atuação concedida aos administradores, que origina os casos de risco moral (ou “*moral hazard*”), que, nas palavras de JOÃO SOUSA GIÃO, “*ocorre quando no decurso de uma relação contratual de carácter duradouro, uma das partes, abusando da vantagem informativa,*

¹⁰ PANDA, Brahmadev, LEEPSA, N. M. *Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives*, Indian Journal of Corporate Governance, 2017, p. 77

¹¹ OLIVEIRA, António Fernandes de, *Remuneração de Administradores e Planos de Aquisição de Acções*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º19, 2004, p. 1

¹² É o caso do conflito entre acionistas maioritários – que, por deterem uma percentagem maior do capital social da empresa, têm, conseqüente, um maior poder dentro do seio empresarial – e os acionistas minoritários – que veem o seu poder decisório fragilizado, por deterem uma percentagem mais baixa do capital.

¹³ GOMES, José Ferreira, *Da administração à fiscalização de sociedades: A obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima*, dissertação de doutoramento, Almedina, 2015, p. 36

não cumpre (...) a sua prestação, confiando que as assimetrias informativas verificadas impeçam ou dificultem a deteção do seu incumprimento.”¹⁴

Perante os problemas de agência, o principal poderá desenvolver mecanismos destinados a alinhar os seus interesses com os do agente, mediante incentivos ao administrador para que seja mais cuidadoso e leal, através de formas de remuneração (variável) atribuídas consoante a boa *performance* dos administradores, nomeadamente através de planos de *stock options*, que chegaram a ser, na década de 1990, o mecanismo mais utilizado na forma de remunerações variáveis e que era visto como a solução para os problemas de agência¹⁵.

¹⁴ GIÃO, João Sousa, *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro - Um Balanço a Partir da Crise Financeira*, Almedina, 2010 p. 223 e 224.

¹⁵ MEHRAN, Hamid, TRACY, Joseph, *The Impact of Employee Stock Options on the Evolution of Compensation In The 1900s*, NBER Working Paper Series, July 2001, p. 3,

PARTE 2. *Stock options* enquanto instrumento de remuneração

3. Noção e enquadramento histórico

As *stock options* são o instrumento remuneratório, através do qual nasce uma situação jurídica em benefício de alguém (optante) – no nosso caso, os administradores de uma sociedade – atribuindo-lhe o direito de adquirir ações da sociedade onde trabalha, ou outra com ela coligada, mediante um preço pré-determinado, num prazo também previamente estabelecido.¹⁶

Surgiram por volta dos anos 50 nos EUA¹⁷, como forma de remuneração dos administradores das sociedades, por forma a garantir um aumento da sua produtividade na gestão das empresas que dirigiam. Contudo, o apogeu das *stock options* atribuídas aos dirigentes empresariais teve lugar nos anos 80, essencialmente nos EUA¹⁸, onde se verificou, nessa década, um crescimento de quase 160% deste tipo de remuneração¹⁹.

Em meados dos anos 90, com o *boom* da Internet e das sociedades “*dot.com*”, nomeadamente com as *start-ups* a penetrarem o mercado de forma mais acentuada, as *stock options* começaram a fazer parte do pacote remuneratório não só dos administradores (*Executive Stock Option Plan - ESOs*) mas também dos trabalhadores e colaboradores das sociedades (as chamadas *Employees Stock Option Plans – ESOPs*).

Em 2001, os planos de *stock options* eram utilizados por mais de 75% das sociedades cotadas, tanto nos EUA, como no Reino Unido, França e Alemanha²⁰.

O período de recessão financeira que se viveu no fim dos anos 2000, levou a que muitas empresas decidissem pelo *repricing* das opções existentes (baixando o preço de exercício de origem), enquanto outras abandoaram por completo o programa de *stock options* nas

¹⁶ GOMES, Fátima, *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas das Sociedades Anónimas*, Almedina, 2011, p. 472

¹⁷ LONG, Michael S., *The Incentives behind the Adoption of Executive Stock Option Plans in U.S. Corporations* Financial Management, vol. 21, No. 3, 1992, pp. 12-21

¹⁸ Note-se que nos EUA, onde o capital das sociedades se encontra mais disperso, este tipo de remuneração é mais comum do que nos mercados onde o capital está mais concentrado, como é o caso de Portugal.

¹⁹ GOMES, Fátima, *O Direito aos Lucros... op. cit.*, p. 474

²⁰ GOMES, Fátima, *O Direito aos Lucros... op. cit.*, p. 474

suas políticas remuneratórias, caindo este instrumento em desuso durante o período de retratação bolsista.

Nos dias de hoje, em que a economia mundial começa a recuperar da crise financeira, este tipo de remuneração voltou a estar na ordem do dia, muito devido ao avanço constante da tecnologia e das inúmeras *start-ups* que têm vindo a entrar no mercado e que, devido à falta de liquidez imediata para pagar aos seus administradores, tem vindo a adotar planos de *stock options* enquanto forma de remuneração.²¹

4. Particularidade das *Executive Stock Options Plans* (ESOPs) em comparação com as *traded stock options* (TSOs)

As *stock options* são opções de compra (ou *call options*), na medida em que conferem o direito ao seu detentor de adquirir ações da sociedade, dentro de um certo período, por um preço já determinado.²²

Embora, em termos financeiros, possuam uma natureza idêntica às demais opções de compra sobre ações – as chamadas *traded stock options* (TSOs) – as *stock options* conferidas aos administradores (*Executive Stock options* – ESOs) têm algumas particularidades a ter em consideração.

Ao passo que no âmbito das TSOs as ações são transacionadas entre partes não relacionadas no mercado, onde se procura dar respostas às necessidades globais no mercado financeiro, as ESOs são de carácter *intuitu personae* (estabelecidas entre a sociedade e o seu administrador), isto é, são transacionadas fora do mercado, uma vez que as ações subjacentes são habitualmente as da sociedade empregadora ou de uma sociedade com ela relacionada (por exemplo, em relação de domínio), onde o que se procura é o alinhamento de interesses entre as partes, de acordo com as necessidades empresariais e internas de cada sociedade²³.

²¹ Cumpre referir que a elaboração desta dissertação teve início antes da pandemia gerada pelo COVID-19, pelo que os assuntos aqui descritos não têm em consideração as consequências da crise sanitária daí decorrentes.

²² Do outro lado, temos as opções de venda (ou *put options*), que conferem o direito de vender ações dentro de um certo período, por um preço pré-determinado.

²³ CHAVES, Angela Barros, *Stock Option Plans no Âmbito do Trabalhador*, Universidade Católica Portuguesa, Faculdade de Direito da Escola de Lisboa, 2012, p. 4

A maior diferença, contudo, reside no facto das ESOs terem como característica intrínseca a sua intransmissibilidade²⁴. Assim, o administrador não pode ceder ou transmitir a sua opção e também não está autorizado a realizar operações que possam minimizar o risco financeiro da opção, uma vez que a finalidade da opção é exatamente incentivar o administrador a agir no interesse da sociedade. Torna-se por isso perceptível que exista uma relação direta entre o desempenho da sociedade e a remuneração dos seus administradores, razão pela qual a maturidade das ESOs é normalmente muito mais longa do que a maturidade das TSOs²⁵.

Além disso, é comum que os ESOs não atribuam direitos imediatos aos beneficiários, sendo frequente que a aquisição desses direitos se faça de forma faseada ao longo de um período de vastos anos.²⁶

Geralmente, os beneficiários das ESOs não recebem dividendos e, quando pretendem sair da empresa, apenas poderão exercer as opções que já tenham ultrapassando o período de espera (*vested options*), enquanto que as opções que ainda estão *unvested* serão perdidas²⁷.

5. Vantagens e desvantagens

a) Mitigação dos problemas de agência e conflito de interesses

As *stock options* são um instrumento financeiro que visa essencialmente alinhar os interesses dos detentores do capital da sociedade – os acionistas – com os dos seus gestores/administradores (sustentabilidade da empresa *vs.* lucro imediato).

Desta forma, num *win-win scenario*, a empresa será bem gerida pelo administrador (que atua sabendo que parte da sua remuneração depende dessa boa gestão), adotando

²⁴ MEHRAN, Hamid, TRACY, Joseph, *The Impact of Employee... op. cit.*, p. 3.

²⁵ Geralmente, 10 anos, in MURPHY, Kevin, J. *Executive Compensation*, April 1998, p. 16

²⁶ SANTOS, João Pedro, *A tributação dos planos de opções sobre ações atribuídos pela entidade empregadora*, Ciência e Técnica Fiscal, Centro de Estudos Fiscais e Aduaneiros, Autoridade Tributária e Aduaneira, [433] Julho > Dezembro de 2014, p. 4

²⁷ JENSEN, Michael C., MURPHY, Kevin J., WRUCK, Eric G., *Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them*, July 2004. Harvard NOM Working Paper No. 04-28; ECGI - Finance Working Paper No. 44/2004, p. 57.

estratégias a longo prazo e assumindo riscos empresariais que promovam a sustentabilidade da mesma²⁸ (teoria do *shareholder value*) e o valor da empresa, representado pelo valor das ações, evoluirá de maneira a que o administrador possa, no momento em que exercer a sua opção de compra, vendê-las com um lucro instantâneo (que corresponderá à diferença entre o preço de exercício e a valorização das ações entretanto gerada)²⁹.

Para os críticos, este é um falso argumento, na medida em que os administradores, no cumprimento do seu mandato, visam os bons resultados da empresa tendo em vista a satisfação dos seus próprios interesses, e não os interesses dos acionistas (procurando, por exemplo, produzir resultados positivos no curto prazo, a fim de verem aumentado o valor das ações e assim exercerem a sua opção com resultados imediatamente vantajosos).³⁰

Dessa forma, se ocorrer uma evolução negativa na cotação das ações da sociedade, os detentores das opções e os acionistas da sociedade, por serem titulares de tipos de risco diferentes, entrarão novamente em conflito, porque os primeiros darão preferência à valorização a curto prazo - ainda que isso signifique uma valorização artificial ou fraudulenta, através da utilização indevida da informação privilegiada a que têm acesso³¹.

Existe ainda outra desvantagem apontada pela doutrina, que se prende com o facto de as *stock options* serem geralmente atribuídas imediatamente antes da valorização das ações, oferecendo por isso um direito de opção muito mais vantajoso para os administradores que têm por referência o valor da ação.³²

Ainda assim, como teremos a oportunidade de analisar mais adiante neste trabalho, no momento da fixação dos planos de *stock options*, são estabelecidas regras que obstam a

²⁸ JOST, Peter J., WOLF, Florian C., *Subjective expected utility theory and the value and incentive effects of stock options for executives*, May 2003, WHU Department of Organization Theory Working Paper no. 03-05, p. 19

²⁹ GOMES, José Ferreira, *Da administração à fiscalização...* *op. cit.*, p. 39

³⁰ GOMES, Fátima, *O Direito aos Lucros...* *op. cit.*, p. 479

³¹ Cumpre referir que este caso consubstancia uma prática de um ilícito criminal típico do mercado de capitais, designado de *insider trading*, previsto entre nós no art. 378º do CVM.

³² ANABTAWI, Iman, *Secret Compensation*, North Carolina Law Review, Vol. 82, No. 835, 2004, p. 855

que o administrador possa agir unicamente no seu próprio interesse³³, nomeadamente no que diz respeito ao período de exercício³⁴, que é geralmente bastante longo e pode até ser decomposto em vários períodos (por exemplo, pode fixar-se que a opção seja exercida em 4 anos, atribuindo-se ao beneficiário da opção 25% ao ano – é o chamado *slow vesting*). Além disso, os administradores que não cumpram o seu mandato até ao fim, podem ver as suas opções extintas.

Assim, através de *stock option plans* bem formulados, sobre os quais os acionistas poderão – e deverão – sempre pronunciar-se, o administrador agirá no interesse da empresa, adotando estratégias que permitam a sustentabilidade da mesma, ao mesmo tempo que incorre nos riscos necessários à corrente gestão da empresa e ao seu gradual crescimento³⁵.

Nesta medida, e citando BRIAN J. HALL “*The lesson is clear: it’s not enough just to have an option program; you need to have the right program.*”³⁶

b) Atração e retenção de profissionais na empresa sem recurso a liquidez

Os planos de *stock options* cumprem uma importante função de fidelização dos titulares dos órgãos de administração.³⁷ Por outras palavras, a sociedade, ao oferecer aos seus dirigentes (ou outros colaboradores) opções sobre ações em alternativa a uma compensação somente em *cash*, consegue atrair e reter profissionais altamente motivados e qualificados. Isto porque, por um lado, apenas aqueles que acreditem que conseguirão fazer a empresa crescer aceitarão este tipo de compensação e, por outro, ao terem a

³³ Em alguns casos, existem inclusive previsões que proíbem os beneficiários das opções de alienar as *stock options* por um certo período de tempo após o seu exercício – ABREU, Jorge M. Coutinho de, *Código das ... op. cit.*, p.357.

³⁴ Ver na Parte 3 deste trabalho, o ponto 9 sobre os elementos das *stock options*, onde é analisado o período de exercício.

³⁵ Contrariando por isso o “*managerial risk aversion*”, i.e., os comportamentos do administrador que visem minimizar o risco e o investimento em certos projetos, cuja repercussão possa ser negativa na sua própria esfera jurídica, uma vez que eles são detentores de opções de ações.

³⁶ HALL, Brian J. *What You Need to Know About Stock options*, Harvard Business Review, 2000, *apud* OLIVEIRA, Maria Teresa Mira de, *Stock Option Plans e o seu Impacto no Governo das Sociedades*, Governance Lab, June 2016, p. 12.

³⁷ CÂMARA, Paulo; BANDEIRA, Paulo; CORREIA, Francisco Mendes; GONÇALVES, Diogo Costa; OLIVEIRA, António Fernandes; FIGUEIREDO, André; GUINÉ, Orlando Vogler; LINO, Duarte Schmidt; GOMES, José Ferreira; SILVA, João Gomes; BORGES, Sofia Leite; SANTOS, Hugo Moredo; NEVES, Rui de Oliveira; CAMPOS, Ana Rita Almeida; MORAIS, Helena R., *Código do Governo das Sociedades Anotado*, Almedina 2012, p. 197

possibilidade de se tornarem acionistas, os beneficiários das opções terão uma motivação extra em querer valorizar as ações da sociedade.

Além disso, a sociedade pode atrair estes profissionais sem recorrer diretamente (ou pelo menos, imediatamente) à sua liquidez, ou seja, sem ter de recorrer a pagamentos em caixa e seus equivalentes, uma vez que as opções em si não provocam um impacto contabilístico imediato nos resultados da empresa, possibilitando a valorização das opções ao longo do tempo – através da valorização das ações – até ao momento do seu exercício.

Ainda assim, estes argumentos não são isentos de críticas. Isto porque, segundo alguns autores³⁸, os mecanismos para incentivar os colaboradores das sociedades a nelas permanecerem (os chamados *retention incentives*), podem ser criados por qualquer tipo de compensação que faça o trabalhador acreditar que ficará numa melhor situação ao permanecer na sua empresa atual (em vez de ir para uma concorrente) - pense-se, por exemplo, num programa de reforma, ou nos prémios atribuídos em função da antiguidade.

O argumento de que as *stock options* são mecanismos utilizados “sem recurso a liquidez” também é criticado, na medida em que a perda de liquidez existe, sendo apenas diferida para o momento em que o detentor da opção a exerce, particularmente quando a empresa tem de recorrer à subscrição de ações próprias para o efeito³⁹. É aqui que surge o custo de oportunidade da empresa – a diferença entre o preço de exercício entregue pelo detentor da opção e o preço que teria sido arrecadado se se tivesse ido ao mercado vender as ações a um investidor externo.

c) Custos para a empresa e para os acionistas

Os planos de *stock options* implicam necessariamente um custo para os acionistas, uma vez que, quando o detentor da opção exerce o seu direito, será necessário adquirir ações próprias, com a conseqüente redução do lucro da sociedade, ou proceder a um aumento de capital, diluindo, portanto, o valor das ações já existentes⁴⁰. De qualquer das formas,

³⁸ HALL, Brian; MURPHY, Kevin J. - *The Trouble with Stock Options*, 2003, p.12-14

³⁹ O problema não é tao evidente quando a empresa recorre a um aumento de capital, onde o maior corte corresponde aos lucros distribuídos posteriormente.

⁴⁰ Ver na Parte 3 deste trabalho, o ponto 10, sobre as formas de implementação dos planos de *stock options*, nomeadamente através da aquisição de ações próprias ou do aumento de capital.

a partir do momento da entrada dos detentores das opções na estrutura acionista da empresa, os lucros terão de ser divididos por um maior número de acionistas, e a influência dos acionistas anteriores será menor, por exemplo, nas decisões tomadas em sede de assembleia geral anual.⁴¹

Acresce que as *stock options*, mesmo antes de serem exercidas, podem pôr em causa o pagamento de dividendos. Os administradores poderão reduzir o pagamento de dividendos aos acionistas da empresa, uma vez que esse pagamento provoca uma diminuição do valor das ações, o que poderá “enfraquecer” as suas opções.

As *stock options* também são apontadas por alguns enquanto mecanismo que promove custos demasiado oneroso para os acionistas, pela possibilidade do recálculo do preço das opções – o chamado *repricing*⁴². Quando o preço das ações no mercado desce abaixo do preço de exercício, isso não significa necessariamente que a opção perdeu todo o seu valor, na medida em que o mercado é volátil, e a oscilação negativa da ação não significa necessariamente que o inverso não aconteça no futuro. Mas, nos casos em que se torna evidente que os objetivos (i.e., o preço que as ações devem atingir no mercado para que a opção se torne vantajosa) não serão atingidos de maneira nenhuma, é habitual que se proceda a um recálculo do preço das opções, por forma a manter o interesse dos detentores das mesmas. É nesta medida que os críticos apontam as *stock options* como instrumentos que tem como função retirar rendimentos aos acionistas⁴³.

Esta crítica não merece, da nossa parte, acolhimento. O mercado é por si só volátil, e o pensamento empresarial deve acompanhar essa volatilidade, sob pena de uma ineficiência total. Quando uma situação das que acabamos de referir acontece, não se deve de imediato procurar alternativas que fujam ao recálculo das opções, como seria, por exemplo, alterar o órgão de administração de uma empresa. Isso seria errado, na medida em que é mais provável que um novo gestor incumpra as novas metas empresarias, porque não conhece

⁴¹Comissão Europeia, Direção-Geral da Empresa, Relatório Final do Grupo de Peritos, *Opções de Ações para Empregados, o enquadramento jurídico e administrativo dos planos de opções de ações para empregados da UE*, junho de 2003, p. 20.

⁴² Para uma análise mais aprofundada, vide ANDRÉS, Aníbal Sánchez, *Las Llamadas Stock options Y Las Fórmulas Mágicas De La Ciencia Jurídica*, Revista Jurídica 2, 2000, p.47 e ss.

⁴³ CÂMARA, Paulo, *Código do Governo das Sociedades Anotado*, Almedina, Coimbra, 2012 p. 197.

a empresa e, assim, não saberá, à partida, lidar com as adversidades que lhes são desde logo apresentadas.

É, a nosso ver, mais prudente – e eficiente – proceder a um correto recálculo das opções, na medida em que é necessário ter em conta a nova situação da empresa, ou seja, o preço mais baixo das opções e as menores possibilidades de aumentos futuros. Assim, diminuem-se as metas empresariais que devem ser atingidas, sem deixar de se dar incentivos aos administradores para que essas dificuldades venham a ser ultrapassadas.

Ainda assim, não podemos deixar de concordar que a forma como se procede ao recálculo das opções deve ser acautelada da melhor forma, uma vez que um *repricing* imprudente pode desvirtuar o próprio sentido da atribuição das opções. A sua implementação deve ser previamente estudada, e devidamente autorizada em sede de AG⁴⁴.

6. Tipos de *stock options*

Existem várias modalidades dentro das *stock options*, com diferentes critérios e características. Assim, podemos encontrar:

a) *Stock options* tradicionais

Nas *stock options* tradicionais, ou *traditional stock options*, o preço de exercício é idêntico ao preço de mercado da ação na *grant date* (i.e., no momento da concessão do direito da opção), ou seja, o preço de exercício é fixado *at the money*, o que resulta em benefícios quase imediatos para o detentor da opção.

A crítica mais comum às *traditional stock options* é a de não existir uma correlação, pelo menos evidente, entre a *stock option* e o desempenho do administrador (detentor da opção), na medida em que não existe qualquer assunção de risco por parte deste último para tornar a sua opção vantajosa⁴⁵.

Compreendemos que, na atribuição das *traditional stock options*, existe uma total desconsideração pelo custo de capital (que representa para a sociedade um custo de

⁴⁴ O código alemão proíbe, diretamente, a alteração retrativa de critérios de determinação da remuneração. Cf. art. 4.2.3. do *Deutscher Corporate Governance Kodex*. O mesmo em França, ASSOCIATION FRANÇAISE DE GESTION FINANCIÈRE, *Recommandations Sur Le Gouvernement D'Entreprise* (2004) Princípio 3.

⁴⁵ JENSEN, Michael C., MURPHY, Kevin J., WRUCK, Eric G., *Remuneration: Where We've Been... op. cit.*, p.57-58

oportunidade) e pelas taxas de inflação, que devem ser tidos em conta na determinação do preço de exercício, uma vez que através deles se determina, de forma mais fiável, o valor que as ações terão no período de exercício.

b) *Premium options* ou opções a prémio

Estas *stock options* são, como o próprio nome indica, opções a prémio, o que significa que o preço de exercício é fixado a um valor muito superior ao preço de mercado da ação na *grant date*. Dessa forma, impõe-se uma maior exigência aos detentores das opções, para que atinjam os objetivos exigidos pelos acionistas – isto é, o marco do valor das ações até ao preço de exercício – para que seja vantajoso exercer a opção.

Embora este tipo de *stock options* suponha um maior incentivo para os seus beneficiários, por comparação com as *traditional stock options*, é preciso balançar os interesses e as perspetivas da empresa em causa, devendo as *premium stock options* ser utilizadas apenas em sociedades com rápido crescimento e com equipas de direção mais reduzidas, pois, caso contrario, poderão ser impostos objetivos demasiado exigentes que os administradores poderão recusar, preferindo uma remuneração mais reduzida, mas mais segura⁴⁶.

c) *Performance-vested options*

Este tipo de opções determina que o exercício do direito depende do valor que as ações atinjam num certo montante ou meta, num momento determinado ou durante um concreto prazo de tempo, independentemente do preço de exercício (seja através do volume de vendas, dos lucros, do EBITDA, etc.)⁴⁷.

Esta modalidade consegue criar ainda maiores incentivos do que as *premium options*, na medida em que a opção apenas pode ser exercida caso se alcance a cotação estabelecida previamente, o que leva a concluir que as *performance-vested options* só devem ser utilizados quando seja expectável um incremento da cotação das ações.

d) *Repriced stock options* ou opções com possibilidade de recálculo (do preço de exercício)

⁴⁶ MADRID, Elena Merino, *Funcionamiento y modalidades de opciones sobre acciones (Stock Options) como sistema retributivo*, Revista de Trabajo y Seguridad Social, n.º 339, Madrid, 2011, p.137

⁴⁷ GOMES, Fátima, *O Direito aos Lucros... op. cit.*, p.476

São opções que permitem alterar o preço de exercício de acordo com a evolução da cotação das ações (são planos de *stock options at the money*).

No caso de as ações estarem *underwater*, ou seja, quando o preço de exercício se torna superior ao preço do mercado, por razões alheias aos administradores, as empresas deparam-se com um dilema: como lidar com o facto de os seus planos de *stock options*, que se destinam a incentivar os trabalhadores, poderem perder um elemento crítico – o incentivo⁴⁸.

Assim, faz-se um recálculo do preço de exercício (para baixo), geralmente acompanhado de uma dilatação do período de espera.⁴⁹

Esta modalidade de *stock options* é fortemente criticada porque a redução do preço de exercício implica para a empresa custos muito elevados, que por vezes não se mostram adequados face às circunstâncias. Alguns autores⁵⁰ defendem que se deve simultaneamente proceder a uma redução do número de opções a serem concedidas aos beneficiários, de forma a mitigar os custos para a empresa.

e) *Purchased Options* ou opções compradas

Neste tipo de opções, o beneficiário satisfaz uma parte do preço de exercício logo no momento da formação do contrato, geralmente entre 5% a 10% do valor e, dessa forma, quando exerce efetivamente o seu direito, o detentor da opção apenas pagará o remanescente.

Trata-se de opções que têm como objetivo reter o beneficiário dentro do seio da empresa, uma vez que este paga, *ab initio*, parte do preço de exercício, e caso pretenda não exercer o seu direito mais tarde, o montante que adiantou não será restituído⁵¹.

f) *Indexed options* ou opções indexadas

Nestas opções, o preço de exercício está dependente da evolução de um certo índice previsto no programa das opções. Assim, no momento da concessão da opção, o preço de

⁴⁸ Para informação mais detalhada acerca das *repriced stock options*, consultar o artigo da sociedade de advogados White&Case, disponível em: <https://www.whitecase.com/publications/article/repricing-underwater-stock-options>

⁴⁹ MADRID, Elena Merino, *Funcionamiento y modalidades...* op. cit., p. 139

⁵⁰ BOZZI, Stefano, *NonTraditional Stock Options for the Undiversified Executive*, 2001, p. 9.

⁵¹ HERMIDA, A. Tapia e FRADE, A. Tapia *Stock options...* op. cit. p. 122 *apud* MADRID, Elena Merino, *Funcionamiento...* op. cit., p.139

exercício não é conhecido, porque varia em função de um *index* aí determinado, e os dirigentes são recompensados apenas na medida em que o seu desempenho exceda o do valor de referência.

O *index* utilizado poderá ser o índice bolsista (PSI 20 ou S&P 500, por exemplo), ou a média da evolução de um determinado grupo de ações no mercado (por comparação com os concorrentes).

Desta forma, as *indexed options* permitem recompensar os beneficiários quando as ações da empresa se encontram acima da média (através do valor acrescentado pela empresa), não ficando dependentes das subidas e descidas do mercado *per se* (que estão fora do controlo da empresa)⁵², e também protegem os acionistas de recompensar os gestores com fraco desempenho, mesmo nos cenários de *bull market*.

Tendo em conta que o preço das ações pode diferir bastante de uns setores para outros, deve estabelecer-se um índice que seja relacionado com empresas pertencentes o mesmo setor de atividade.

Contudo, note-se que para que haja uma vantagem para o detentor da opção, é necessário que as ações estejam acima da média, e não apenas que acompanhem o mercado, o que, por um lado, incentiva os beneficiários a não seguirem apenas as tendências do mercado, assumindo riscos e procurando novas oportunidades de crescimento para a empresa, mas por outro, limita os seus ganhos, uma vez que se as ações da empresa valorizarem, imaginemos, 15%, mas o mercado também apresente a mesma valorização de 15%, o preço de exercício aumentará também nessa percentagem, embora o detentor não tenha nenhuma vantagem em exercer a opção, porque a ação não está acima do valor de referência.

g) *Reload stock options* ou opções de recarga

Típicas nos EUA, as *reload stock options* caracterizam-se pela possibilidade de os beneficiários recarregarem (*reload*) o seu plano de opções com novas ações, se exercerem o seu direito num momento anterior ao do vencimento do período de exercício⁵³.

⁵² Assim sendo, o *repricing* neste tipo de opções não fará sentido, porque toma por referência uma média, isto é, o valor relativo acrescentado pela empresa face às restantes.

⁵³ MADRID, Elena Merino, *Funcionamiento y modalidades... op. cit.*, p. 140

Assim, os beneficiários recebem novas opções, geralmente em igual número e com o mesmo *vesting period* das anteriores, e o preço de exercício será estabelecido de acordo com a cotação das ações no momento da recarga⁵⁴.

7. Distinção das demais figuras

Têm vindo a ser concebidas figuras que se aproximam das *stock options*, mas que se distinguem essencialmente pelas suas características contratuais, uma vez que, à semelhança das *stock options*, também elas subordinam a remuneração dos administradores à valorização das ações ou a outros indicadores de desempenho da empresa, embora não atribuam ao beneficiário o exercício do direito de opção.

a) *Stock Appreciation Rights* (SAR) ou ações virtuais⁵⁵

Este tipo de planos visa a possibilidade de os colaboradores da sociedade virem a receber uma quantia em dinheiro, eventual e futura, correspondente à diferença positiva entre o valor de determinado número de ações da sociedade no momento da concessão do plano e o dia em que este se vence⁵⁶.

Usualmente convertidas em dinheiro, as SARs podem ainda revestir a forma de ações e, por vezes, uma combinação entre dinheiro e ações⁵⁷, e seguem uma estrutura idêntica à das *stock options*, uma vez que podem ser exercidas a qualquer tempo a partir da *vesting date*.

Além disso, as SARs são frequentemente concedidas em conjunto com planos de *stock options*, para ajudar a financiar a aquisição de opções no futuro por parte dos colaboradores, e/ou para pagar impostos, caso estes sejam devidos no momento do exercício das opções – são as designadas *Tandem SARs*.

⁵⁴ RUDKIN, Ronald D., *Valuation of Employee Stock Options and Other Equity Based Instruments*, 2004, p. 50

⁵⁵ Tradução retirada do artigo *Ações Virtuais*, de Paulo Bandeira, publicado no jornal online ECO a 22 de maio de 2018. Disponível em: <https://eco.sapo.pt/opiniao/acoes-virtuais/>.

⁵⁶ ANDRÉS, Aníbal Sánchez, *Las Llamadas... op. cit.*, p. 33

⁵⁷ De acordo com o National Center for Employee Ownership, no artigo *Phantom Stock and Stock Appreciation Rights (SARs)*, 2018, disponível em: <https://www.nceo.org/articles/phantom-stock-appreciation-rights-sars>

Apresentam como grande vantagem o facto de a liquidação ser feita, geralmente, em dinheiro, o que é do interesse dos acionistas, porque os gestores não se tornam acionistas e, dessa forma, evita-se a diluição do capital da sociedade.

b) *Phantom Shares e phantom options*

Neste tipo de compensação, é prometido ao colaborador da sociedade um montante, em dinheiro⁵⁸, referente ao valor da ação quando o plano atingir a sua maturidade (geralmente de 4 a 6 anos⁵⁹), ou o montante equivalente à diferença do valor da ação (*phantom share*) no momento em que o plano foi concedido e no momento em que este se vence.

Assim, como o próprio nome indica, as *phantom shares* – ou ações fantasma – são ações puramente virtuais, na medida em que não se chega a transmitir as ações da sociedade para a esfera do colaborador, que não se torna por isso acionista. Isso trará vantagens para os acionistas, uma vez que não estará em causa a diluição de capital, e para o colaborador da empresa, uma vez que não terá de pagar o preço de exercício a que está obrigado nas *stock options*⁶⁰.

As *phantom shares* podem ser atribuídas em empresas não cotadas, e a determinação do valor das ações será com base em medidas financeiras, tais como o valor contabilístico, múltiplos, entre outras, porque neste tipo de instrumento não existe um valor real de mercado que sirva de referência. Assim, por vezes os beneficiários terão o direito a receber o equivalente aos dividendos repartidos durante o tempo da duração do plano (*phantom dividends*⁶¹).

A particularidade deste tipo de compensação, por comparação com as SARs, é de que o colaborador recebe também, frequentemente, o valor que a ação tinha no momento em que o plano foi concedido.⁶²

⁵⁸ Há autores que defendem que também podem ser entregues ações, em vez de dinheiro, ou uma combinação entre ações e dinheiro, (SHERMAN, 2002, p. 122)

⁵⁹ MOREIRA, Ricardo José Morgado, *Compensação de Executivos: Stock Options: o caso particular da compensação dos altos executivos*, Porto, 2011, p. 22

⁶⁰ Note-se, no entanto, que existem planos de *phantom shares* onde é ficcionado um preço de exercício.

⁶¹ ANDRÉS, Aníbal Sánchez, *Las Llamadas... op. cit.*, p. 33

⁶² MADRID, Elena Merino, *Funcionamiento y modalidades... op. cit.*, p. 147. Dentro das *phantom shares*, existem duas submodalidades. As que referimos são as designadas “*full value*”, por englobarem não só o valor do incremento

Nas *phantom options* encontramos uma verdadeira opção que, ao ser exercida pelo colaborador da empresa, será sempre com base no capital hipotético de sociedades não cotadas.

A grande desvantagem deste plano para a empresa é a perda de liquidez. Para os beneficiários, a desvantagem prende-se com a não atribuição do direito de voto ou à informação.

c) *Performance shares* ou ações por desempenho

Estando intimamente relacionadas com o desempenho dos administradores das sociedades, as *performance shares* visam oferecer aos futuros beneficiários ações da sociedade, desde que atingidos certos objetivos empresariais⁶³ pré-definidos, tais como os *earnings per shares (EPS)*⁶⁴, tornando os administradores acionistas, com direito aos respetivos dividendos e outros direitos económicos e sociais da empresa⁶⁵.

Desta forma, o administrador recebe as ações da sociedade como compensação pelo cumprimento dos objetivos pré-definidos, por oposição ao plano de *stock options*, em que o administrador recebe opções sobre ações como parte do seu pacote remuneratório habitual.

Comummente utilizada em grandes empresas, tais como a Google e a Uber, este tipo de compensação permite um maior alinhamento de interesses dos administradores aos dos acionistas uma vez que, contrariamente ao que acontece nas *stock options*, nas *performance shares*, os administradores são compensados na estrita medida em que consigam alcançar os objetivos estipulados.

No entanto, apresenta como desvantagem o facto de não haver uma relação direta entre o valor do ativo subjacente (i.e., a valor das ações) e a aquisição das ações. Assim, o preço

das ações, mas também o seu valor no momento em que o plano foi concedido ao colaborador da sociedade. Por outro lado, temos os planos de “*appreciation only*”, onde o valor a entregar ao beneficiário será apenas o valor da valorização da ação.

⁶³ E não tanto financeiros, como é o caso das *stock options*.

⁶⁴ As *EPS* (resultados / lucros por ação) são um indicador de rentabilidade dos capitais próprios da sociedade, calculado através do rácio entre os resultados líquidos de um determinado período e o número de ações ordinárias da sociedade em causa. O *EPS* revela o montante que cada acionista ganha por ação num determinado momento.

⁶⁵ MADRID, Elena Merino, *Funcionamiento y modalidades... op. cit.*, p. 153

das ações torna-se irrelevante para poder o beneficiário adquiri-las; o que releva será a valorização das ações de acordo com os critérios anteriormente definidos⁶⁶.

d) *Vesting rights stock* ou *restricted stock*

Baseiam-se, como o nome indica, na atribuição de ações com restrições/condições aos beneficiários, entre as quais a proibição de venda das ações no mercado⁶⁷, o dever de permanência na sociedade, e ainda o alcance de determinados objetivos. Por outro lado, a sociedade pode determinar que, caso sejam alcançados determinados objetivos, as restrições possam ser levantadas. Os beneficiários têm, por vezes⁶⁸, direito aos dividendos da empresa e aos direitos de voto inerentes às ações.

Várias empresas, como a Microsoft e a Amazon, têm vindo a anunciar que deixariam de utilizar as *stock options* tradicionais como forma de compensação e passariam a utilizar esta figura das *restricted stock*.⁶⁹

8. A contabilização das *stock options* como um custo

Durante muitos anos, a ausência de obrigatoriedade de contabilização *stock options* como um custo para a empresa gerou discórdia e muito debate entre, de um lado, os que consideravam que a atribuição de opções aos colaboradores de uma empresa não implicava o reconhecimento de qualquer gasto, uma vez que se tratava de uma transação de capital (e não de resultados), e por outro lado, os que consideravam que esta atribuição advinha de uma remuneração em troca de serviços prestados pelos colaboradores, que deveria portanto ser reconhecida como um gasto⁷⁰.

⁶⁶ IBÁÑEZ, JIMÉNEZ, J. *Stock Options... op. cit.*, p. 94

⁶⁷ ANDRÉS, Aníbal Sánchez, *Las Llamadas... op. cit.*, p. 15

⁶⁸ Acontece com frequência que uma das condições /restrições seja exatamente o não recebimento de dividendos, *vide* MURPHY, Kevin, J. *Executive Compensation... op. cit.*, p. 23

⁶⁹ Consultar as notícias do New York Times (2003) e da CNBC (2020), relativamente à implementação destas medidas, na Microsoft e na Amazon, respetivamente, em: <https://www.nytimes.com/2003/07/10/business/market-place-microsoft-workers-will-now-receive-stock-but-tax-effects-are.html> e <https://www.cnbc.com/2020/07/09/amazon-plans-at-least-100-million-in-stock-awards-to-keep-zoox-talent-after-1point3-billion-deal.html>

⁷⁰ SANTOS, João Pedro, *A Tributação dos Planos de Opções Sobre Ações Atribuídos pela Entidade Empregadora*, in *Ciência e Técnica Fiscal*, Centro de Estudos Fiscais e Aduaneiros, julho – dezembro 2014, pg.54

Como estudaremos mais adiante, as *stock options* poderão ser atribuídas aos seus beneficiários por uma de duas vias: através da compra, pela sociedade, de ações próprias; ou através das chamadas *opções de subscrição*, ou seja, pela emissão de novas ações mediante um aumento de capital.

Assim, no primeiro caso, a problemática da contabilização das opções como custo não existe, uma vez que, quando a empresa compra ações próprias de forma a honrar o exercício das opções que atribui aos seus colaboradores, esta compra afeta inevitavelmente a situação líquida da sociedade, e assim, o balanço da mesma vai sofrer alterações.

Já nas opções de subscrição, num primeiro momento acreditava-se que quem suportava os custos do aumento de capital seriam, à partida, os acionistas, que viam a sua participação na sociedade diluída por força da atribuição de ações aos beneficiários das opções. Assim, o custo seria sempre suportado pelos acionistas, e não pela empresa, que por isso não teria de contabilizar as *stock options* como um custo.

A verdade é que depois dos escândalos financeiros no início dos anos 2000, nomeadamente no caso da Enron⁷¹, a necessidade de contabilização das opções sobre as ações tornou-se evidente, com base nos seguintes argumentos⁷²:

- (i) Do ponto de vista macroeconómico, se se pensar num cenário onde não são atribuídas *stock options* aos funcionários de uma empresa, essa parcela de remuneração terá sempre de ser substituída por valores que fossem diretamente suportados pela empresa - o facto de não se contabilizar as *stock options* como um custo poderá distorcer a comparação entre o valor gerado por empresas que usem *stock options* e empresas que não o façam;
- (ii) Os acionistas têm de saber quanto lhes está a custar a equipa de gestão ou as despesas relativas ao pessoal – esta transparência da informação deve ser refletida na contabilização das *stock options* como custo, de forma a permitir

⁷¹ Ver artigo do New York Times (2002), em: <https://www.nytimes.com/2002/07/12/opinion/how-stock-options-lead-to-scandal.html>

⁷² Seguimos de perto os argumentos de António Fernandes de Oliveira, *Remuneração de Administradores e Planos de Aquisição de Ações*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 19 de dezembro de 2004.

que os acionistas, e também os utilizadores da informação financeira da empresa, tenham uma real perceção da saúde financeira da sociedade;

- (iii) Ocorre, efetivamente, uma transação económica entre funcionário e empresa (trabalho em troca de opções sobre ações), que deve ter reflexo nas contas da sociedade, porque o contrário representa uma falha no reconhecimento de um recurso económico nas contas da sociedade;
- (iv) Os credores da empresa têm interesse em ter acesso a esta informação contabilística, sendo-lhes até conveniente que a empresa substitua pagamentos em dinheiro por outras formas de remuneração (como as *stock options*), uma vez que dessa forma os administradores – destinatários do pagamento – não concorrerão com os credores no pagamento de créditos que tenham contra a empresa.
- (v) Por fim, invoca-se o princípio da prevalência da substância sobre a forma. Imagine-se, por exemplo, que os acionistas de uma sociedade faziam um aumento de capital a valores de mercado e os colaboradores subscreviam esse aumento por um preço inferior ao do mercado. Ora, essa diferença entre o preço normal de subscrição e o preço previamente prometido aos colaboradores representaria um custo para a empresa – i.e., o dinheiro que a empresa teria recebido se vendesse as ações a investidores pelo preço vigente no mercado⁷³ – que seria evidentemente contabilizado⁷⁴. Este é um exemplo próximo do regime das *stock options* (uma vez que os fluxos financeiros serão os mesmos – o funcionário apenas entrega o preço previamente prometido), sendo que a única diferença é que, nos planos de *stock options*, a sociedade poderia não contabilizar a diferença entre o preço de mercado e o preço de exercício, evidenciando-se por isso uma falha grotesca relativamente ao princípio de que se deve tratar o igual igualmente e o desigual desigualmente na medida da desigualdade.

⁷³ JENSEN, Michael C., MURPHY, Kevin J., *Remuneration.... op. cit.*, p.38

⁷⁴ BODIE, Zvi, KAPLAN, Robert S., MERTON, Robert C., *For the Last Time: Stock Options are an Expense*, Harvard Business School Publishing, 2003, p.10

Assim, desde 2005 que o tratamento contabilístico das *stock options* é objeto da IFRS 2 – Pagamento com base em ações⁷⁵⁷⁶, que estabelece as regras a aplicar “*na contabilização de todas as transações de pagamento com base em ações, incluindo a) transações de pagamento com base em ações e liquidadas com o capital próprio, em que a entidade recebe bens ou serviços como retribuição por instrumentos de capital próprio da entidade (incluindo ações ou opções sobre ações)*” (sublinhado nosso).

Destarte, o custo das *stock options* para a sociedade / acionistas será igual à diferença entre o preço de mercado das ações no momento do exercício das opções e o preço de exercício.

⁷⁵ Adotada pela União Europeia através do Regulamento (CE) nº 211/2005, de 4 de fevereiro de 2005

⁷⁶ Para informação mais detalhada, consultar: <https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs2#link3>

PARTE 3. Stock options no plano jurídico

9. Os contratos subjacentes

No momento em que a sociedade decide implementar um plano de *stock options* na sua política remuneratória, terá simultaneamente de realizar determinados contratos, particularmente contratos de opção – entre a sociedade e os colaboradores – e contratos de cobertura ou de garantia – entre a sociedade e entidades financeiras que darão cobertura à variação de preços que possa vir a ocorrer.

9.1. Contrato de opção sobre ações

Este contrato terá como partes, por um lado, a sociedade, enquanto concedente, e por outro, o administrador, enquanto optante, e consiste na convenção mediante a qual o concedente emite a favor do optante uma declaração negocial, que se materializa numa proposta contratual irrevogável referida a um certo contrato, surgindo então um direito potestativo na esfera do optante de decidir unilateralmente pela conclusão desse contrato.⁷⁷

O contrato poderá ser bilateral – quando o beneficiário da opção tem de pagar parte do preço de exercício neste momento – ou unilateral. No entanto, tem-se vindo a aceitar a unilateralidade⁷⁸ como regra, uma vez que o contrato apenas cria obrigações para o concedente – a sociedade. No momento em que o optante aceita os termos e condições propostos pela sociedade, nasce o contrato, e desta adesão surge a irrevogabilidade do contrato.

É um contrato oneroso, na medida em que a contraprestação do administrador resulta do seu trabalho na sociedade. Deste modo se compreende a intransmissibilidade⁷⁹ do contrato de opção, na medida em que o mesmo depende da ligação à relação laboral existente entre administrador e sociedade – daí o caráter *intuitu personae* que lhe é comumente atribuído.

Ainda que seja um contrato atípico puro – por não haver regime legal previsto na lei – será nominado, na medida em que a lei lhe faz referência, quando, no art. 2º, n.º 3, al. c)

⁷⁷ FONSECA, Tiago Soares da, *Do Contrato de Opção: esboço de uma teoria geral*, Lex, Lisboa, 2001, p. 21

⁷⁸ Tal como foi sendo decidido nos tribunais espanhóis (SSTS de 21 julho de 1993, e 31 de julho de 1996)

⁷⁹ Salvo nos casos em que o detentor venha a falecer durante o período de espera ou durante o período de exercício.

da Lei n.º 28/2009, está prevista a possibilidade de se remunerar os administradores através de planos de opções sobre ações da sociedade.

Ao ser celebrado o contrato de opção sobre ações da sociedade, o administrador (ou outros colaboradores) fica investido no direito – e não na obrigação⁸⁰ – de adquirir ou subscrever um certo número de ações da empresa concedente ou empresa com ela relacionada, muitas vezes sob certas condições⁸¹, a um preço pré-determinado (o preço de exercício ou *strike price*), após o decurso de um determinado período (período de espera ou *vesting period*), durante um outro determinado período (período de exercício), findo o qual, caso o administrador não tenha exercido a opção, esta tornar-se-á nula.⁸²

Conseguimos assim perceber que o contrato de opção é decomposto em vários elementos⁸³, tais como (i) o ativo subjacente, (ii) o preço de exercício, (iii) o preço do ativo, (iv) o período de espera, (v) o período de exercício e (vi) o prémio pelo direito de opção.

A opção terá como ativo subjacente as ações da própria sociedade ou de outra consigo relacionada (em relação de grupo ou domínio, por exemplo) que, chegado o momento em que está legitimado, o beneficiário adquirirá pelo preço pré-determinado – o preço de exercício.

Destarte, por preço de exercício (ou *strike price* ou *grant price*) entende-se o preço que se estabelece para o ativo subjacente e que, caso o beneficiário decida exercer a opção, terá de pagar para ficar com as ações (embora, como já vimos, isto nem sempre aconteça).

Na maioria dos casos, o preço de exercício é fixado (i) *at the money*, o que significa que o preço de exercício é igual ao preço da ação no mercado. Poucas são as vezes em que o preço de exercício é fixado *out of the money*, isto é, por um preço superior ao da cotação

⁸⁰ Quem fica investida na obrigação de entregar as ações “prometidas” será a sociedade. Vide GOMES, Fátima, *O Direito aos Lucros... op. cit.*, p. 472

⁸¹ O contrato de opção prevê geralmente um conjunto de condições suspensivas, com o intuito de limitar a eficácia do mesmo à verificação – ou não – de certos resultados empresariais, relacionados com a rentabilidade da empresa, ou desempenho do detentor da opção

⁸² Comissão Europeia, Direção-Geral da Empresa, Relatório Final do Grupo de Peritos, *Opções de Ações para Empregados, o enquadramento jurídico e administrativo dos planos de opções de ações para empregados da UE*, junho de 2003, p. 14

⁸³ À partida, todos estes elementos são previamente acordados, na *grant date*

atual (são chamadas as opções a prémio ou *premium options*), e ainda mais raras são as vezes em que o preço de exercício é fixado num montante inferior ao da cotação da ação, ou seja, *in the money* (as chamadas opções a desconto ou *discount options*⁸⁴)⁸⁵.

Mas nem sempre o preço de exercício é fixado nos termos *supra* descritos. Por vezes, o preço de exercício pode ser o preço da ação no primeiro dia de cotação após a decisão da AG, ou ser o preço médio da ação no mês anterior à concessão.⁸⁶

Além disso, ainda que normalmente o preço de exercício seja o montante que se fixa *a priori*, por vezes este varia perante cenários de operações societárias e de mercado, fixando-se assim *a posteriori*.

O período de espera (ou *vesting period*) é, como o nome indica, o período em que o beneficiário da opção tem de esperar até poder exercer o seu direito. Geralmente, este período é entre 3 a 5 anos. Findo este período, dá-se a *vesting date*, que será o momento a partir do qual o beneficiário tem o direito incondicional de subscrever ações da empresa ao preço de exercício.⁸⁷ Assim, durante o período de espera, o beneficiário da opção ainda não tem de facto o direito potestativo de adquirir ou subscrever ações da sociedade, embora o possa fazer a partir da *vesting date*.

Já o período de exercício é aquele em que o beneficiário, caso assim o pretenda, está legitimado a exercer a opção. Ao exercer o seu direito, o beneficiário apenas terá lucro caso o preço das ações no mercado seja superior ao preço do exercício (quanto maior for o valor da empresa, i.e., das ações, maior será o ganho obtido); caso contrário, não será vantajoso exercer o direito, tendo em conta que nesse cenário seria mais barato adquirir as ações no mercado⁸⁸. Assim, o administrador determinará a data do exercício comparando o preço de exercício com o preço de mercado das ações.

⁸⁴ Existem ainda as opções a preço nulo, onde o preço de exercício é apenas um montante simbólico, pelo que, efetivamente, efetivamente, as ações são cedidas gratuitamente.

⁸⁵ HALL, Brian J. *What You Need...* *op.cit.* p. 14

⁸⁶ Comissão Europeia (...), *Opções de Ações para Empregados...* *op. cit.* p. 15

⁸⁷ OLIVEIRA, António Fernandes de *Remuneração de Administradores...* *op. cit.*, p. 31,

⁸⁸ MADRID, Elena Merino, *Stock options...* *op. cit.* p.135

As *stock options* para os administradores seguem o modelo americano, isto é, podem ser exercidas em qualquer momento durante o período de exercício⁸⁹. No entanto, para evitar que os beneficiários das opções influenciem artificialmente o preço das mesmas antes do seu exercício (através da informação privilegiada que têm) são por vezes estipulados períodos de bloqueamento, sendo apenas possível o exercício da opção durante intervalos de tempo relativamente curtos, geralmente após a apresentação do balanço anual da sociedade ou após a AG.⁹⁰ Na literatura financeira espanhola, as *stock options* para os administradores são designados como “*opciones bermuda*”, por se inserirem entre as opções de estilo americano e de estilo europeu⁹¹.

É também frequente que se estabeleçam diferentes períodos de exercício, decompostos, por exemplo, em três anos distintos. Isto para que, por um lado, se evitem decisões a curto prazo por parte dos administradores, e por outro, se assegure o interesse dos mesmos na valorização das ações ao longo do tempo uma vez que, ao permanecerem na empresa por mais tempo, são incentivados a exercer as opções no futuro⁹².

O valor do ativo será o valor da ação durante o período de exercício (valor de referência ou *spot price*), que será facilmente determinável se as ações estiverem admitidas à negociação na bolsa. Diz-se valor de referência porque é com base nele que os detentores das opções determinarão o momento do exercício das mesmas.

O prémio pelo direito de opção é o valor que o beneficiário da opção paga pelo seu direito de exercício. Geralmente, nos planos de *stock options* não existe um verdadeiro prémio a pagar pelo detentor da opção, na medida em que se considera que a atribuição destas opções são uma contrapartida pelo trabalho do administrador na empresa⁹³.

9.2. Contratos de cobertura de riscos

⁸⁹ Pelo contrário, as opções de estilo europeu apenas poderão ser exercidas findo o período de exercício.

⁹⁰ Comissão Europeia (.), *Opções de Ações para Empregados... op. cit.*, p. 17

⁹¹ MALLER, Ross A. TAN Rosemary, VYVER, Mark Van de, *How Might Companies Value Esos?*, Article, in *Australian Accounting Review*, March 2002, p. 4, *apud* MADRID, Elena Merino, *Stock options... op. cit.* p.135

⁹² MADRID, Elena Merino, *Stock options... op. cit.* p.135

⁹³ No entanto, há quem considere que existe sempre um prémio que, embora não seja definido como contrapartida financeira (ter de pagar em *cash* pelo direito de opção), não deixa de ser uma contrapartida em espécie (o trabalho que o administrador presta à sociedade). Neste sentido, MADRID, Elena Merino, *Stock options... op. cit.* p.137

Entre o momento da *grant date* e o momento em que o beneficiário exerce a opção, é comum que o ativo subjacente ao contacto de opção (as ações) varie, seja na vertente positiva, seja na negativa.

Além disto, o contrato de opção apresenta, geralmente, cláusulas de condições suspensivas, o que leva a que a efetiva subscrição das ações pelo optante seja algo indeterminável, não sendo possível saber, *a priori*, quando será exercida a opção e quantas ações emitidas serão efetivamente utilizadas para concretizar o plano de *stock options*⁹⁴.

São estes os riscos financeiros que a sociedade terá de suportar, celebrando para tal contratos de garantia ou cobertura financeira de riscos com entidades financeiras, desde seguros, até *swaps*⁹⁵, operações de bolsa de futuros e opções⁹⁶.

Assim, a empresa faz uma estimativa dos gastos que terá de despender – especulam-se quantos administradores cumprirão as condições suspensivas do contrato de opção, quanto oscilará o preço das ações, etc. – e poderá realizar um contato de cobertura direta de risco com uma instituição de crédito que suporta os riscos inesperados de oscilação dos preço das ações, em troca de um preço de garantia, ou custo de cobertura, que a empresa terá de pagar.⁹⁷

Temos ainda os contratos de cobertura opcional – também designados por opção subsidiária ou recompra da opção – em que a instituição financeira adquire à sociedade concedente as opções que são objeto do plano de *stock options* vigente, entregando-as posteriormente, no momento em que a opção é exercida pelo administrador. Aqui existe um verdadeiro contrato de opção, acessório ao contrato de opção principal. No momento em que o administrador decide exercer a opção correspondente ao plano, a empresa concedente exerce a opção que tem com a instituição financeira, que por sua vez entrega as ações, extinguindo-se assim os dois contratos de opção.

⁹⁴ JIMÉNEZ, Javier Ibáñez, *Stock Options... op. cit.* p. 55

⁹⁵ Também conhecidos como cobertura financeira de custos do programa, ou permuta financeira

⁹⁶ GOMES, Fátima, *O Direito aos Lucros.... op. cit.* p.492, nota de rodapé n.º 1166.

⁹⁷ IBÁNEZ, JIMÉNEZ, J. *Stock Options... op. cit.*, p.44 e 45

Note-se que, embora os empréstimos e garantias para aquisição de ações próprias da sociedade sejam proibidos no nosso ordenamento – art. 322º do CSC – a verdade é que se as operações forem efetuadas com vista à aquisição de ações pelo ou para o pessoal da sociedade, isso já será admitido, conforme o n.º 2 do mesmo preceito.

A questão que tem vindo a ser levantada pela doutrina é a de saber se os administradores entram no conceito de “pessoal” e, assim, ficam abrangidos pela exceção do art. 322.º, n.º 2 do CSC, legitimando a assistência financeira⁹⁸.

Para a maioria dos autores, os membros dos órgãos de administração estão fora do âmbito desta exceção, pelo facto de o art. 397.º do CSC proibir expressamente que a sociedade conceda crédito aos seus administradores⁹⁹.

No entanto, de acordo com a linha de pensamento da doutrina minoritária, fará sentido incluir na exceção do n.º 2 do art. 322.º do CSC os membros do órgão de administração¹⁰⁰, porque o facto se ter optado por manter a ambiguidade no ordenamento jurídico português, utilizando a mesma expressão “pessoal”, sugere que o legislador não terá querido limitar o âmbito subjetivo desta exceção aos trabalhadores (no sentido que é dado a esta qualidade pela legislação laboral), pois de outra forma tê-lo-ia referido expressamente.

Por outro lado, a proibição de assistência financeira tem como principal objetivo a proteção dos interesses dos acionistas. Assim, na ótica destes autores, a exceção do n.º 2 do art. 322º CSC não revela uma situação em que os interesses tutelados são postos em causa, prosseguindo, pelo contrário, uma finalidade específica: *“Ainda que através destes esquemas a sociedade beneficie determinados acionistas ou futuros acionistas em*

⁹⁸ Para informação mais detalhada vide ALBUQUERQUE, Pedro de, *Assistência Financeira nas Sociedades Comerciais*, Almedina, 2019, p. 125 e ss.

⁹⁹ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Corporate Finance*, 2ª edição, Almedina 2017, p. 234. Ainda neste sentido, PAULO DE TARSO DOMINGUES, *Assistência financeira das sociedades*, in *AB Instancia, Revista do Conhecimento AB*, 2013, I, 2., p. 64: *“Parece-me claramente que ficarão de fora da factispecie legal os administradores”*.

¹⁰⁰ SILVA, Mariana Duarte, in *Assistência financeira – No âmbito das sociedades comerciais*, RDS II (2010) 1/2 145-236 e LABAREDA, João, *Nota sobre a prestação de garantias por sociedades comerciais a dívidas de outras entidades*, in *Direito societário português – algumas questões*, 1998, p. 188 nota de rodapé 20

detrimento dos restantes, que não beneficiam de igual assistência, aceita-se que assim seja em nome do interesse social e dos participantes na vida da sociedade”¹⁰¹.

10. Forma de atribuição de *stock options*

O beneficiário do direito de opção tem ao seu dispor uma *call option*, que no sentido jurídico-financeiro mais não é do que o direito a comprar ações da sociedade onde trabalha¹⁰². Deste modo, quando o beneficiário decide exercer o seu direito (e por isso exercer a sua *call option*), a empresa tem de ter nesse momento disponíveis as ações para entregar ao detentor da opção, e assim honrar os seus compromissos.

Posto isto, podemos encontrar planos de *stock options* que são realizados através (i) da emissão de novas ações mediante o aumento de capital, que dão origem às chamadas *opções de subscrição*, ou (ii) através da aquisição pela sociedade de ações próprias.

10.1. Aumento de capital

As empresas podem atribuir *stock options* aos seus administradores (ou outros colaboradores) através de um aumento de capital, que terá de ser objeto de deliberação da AG, com a possibilidade de cumulativamente se atribuir ao órgão de administração esta competência, mediante cláusula estatutária, conforme o disposto no art. 456º CSC.

Assim, a sociedade aprova o aumento de capital e coloca as ações para subscrição, diretamente ou através de um intermediário financeiro, excluindo-se o direito de preferência dos acionistas¹⁰³. Deste modo, a sociedade ou o intermediário financeiro fica vinculada à entrega das ações aos beneficiários das opções, nos termos e condições acordados.¹⁰⁴

¹⁰¹ SILVA, Mariana Duarte, in *Assistência financeira... op. cit.* p. 217

¹⁰² FIALHO, Pedro Lionel Luís, *Stock Options – o Contrato e as suas Alterações Devido às Operações Societárias e de Mercado*, maio 2014, p. 32.

¹⁰³ Note-se que os acionistas dispõem de um direito legal de preferência (art. 458º CSC) que só poderá ser suprimido ou limitado por deliberação da AG, desde que o interesse social assim o justifique e desde que seja cumprida a maioria exigida para o aumento de capital, isto é, por maioria de dois terços dos votos emitidos (art. 383º, n.º 2, 386º, n.º 3 e art. 460º CSC)

¹⁰⁴ GOMES, Fátima, *O Direito aos Lucros.... op. cit.* p.494

Embora seja esta a fórmula mais utilizada (salvo na Europa onde, devido ao facto de o capital das sociedades se encontrar mais concentrado, predomina a fórmula da aquisição de ações próprias), apresenta como grande desvantagem a diluição da participação dos acionistas. Isto porque, quando a sociedade emite ações novas, as ações já existentes que pertencem a outros acionistas irão inevitavelmente desvalorizar, uma vez que o valor global da empresa se mantém, mas o número de títulos em circulação aumenta. Por outro lado, quando o beneficiário da opção a exerce, só o fará se o preço de exercício for inferior ao preço de mercado, o que representa um custo para a empresa¹⁰⁵.

10.2. Aquisição de ações próprias

Nesta modalidade, a empresa adquire ações no mercado, integrando-as em autocarteira, e posteriormente entrega-as aos detentores das opções¹⁰⁶.

Conhecidas como *non-dilutive stock options plan* (ou opções de aquisição em sentido estrito¹⁰⁷), têm como grande vantagem o facto de não resultar da aquisição das ações uma alteração do capital social, não se levantando assim problemas de diluição da participação dos acionistas.

No entanto, esta fórmula apresenta como desvantagem a perda de liquidez para a empresa, uma vez que esta terá de adquirir ações a valores de mercado¹⁰⁸, reduzindo assim o *free float*, isto é, o número de ações destinadas à livre negociação no mercado regulamentado.

Além disso, a sociedade terá de ser cautelosa na aquisição de ações próprias, uma vez que, contrariamente ao que acontece noutros países da UE¹⁰⁹, as regras societárias vigentes em Portugal são bastantes apertadas no que diz respeito à constituição/

¹⁰⁵ OLIVEIRA, Maria Teresa Mira de, *Stock Option Plans... op. cit.*, p. 8

¹⁰⁶ Como decidido pela Novabase SGPS, S.A., em AG extraordinária de dia 26 de setembro de 2019, disponível em: https://www.novabase.pt/manager/contentfiles/page/c641358b-96e0-4fb8-ab91-de9ee754bc4c/krmxmeul.4v2_775f7c82_editorFile.pdf

¹⁰⁷ ABREU, Jorge Coutinho de, *Governança das Sociedades Comerciais...op. cit.*, p 87

¹⁰⁸ GOMES, Fátima, *O Direito aos Lucros.... op. cit.*, p.493

¹⁰⁹ Em Espanha, desde 1999 que se passou a admitir que as sociedades (cotadas e não cotadas) adquiram ações próprias regularmente, sempre que se destinem a ser entregues a trabalhadores e administradores no exercício de direitos de opção, constituindo-se para o efeito uma autocarteira de fim determinado. Vide JIMÉNEZ, Javier Ibáñez, *Stock Options... op. cit.*, p. 47. Também o sistema jurídico alemão permite, consoante a autorização da AG, que se constitua uma autocarteria destinada a outorgar ações em função de planos de *stock options*.

manutenção de ações próprias em carteira, nomeadamente a regra do art. 317º, n.º 2 do CSC, segundo a qual a sociedade não pode deter ações representativas de mais de 10% do capital social. Além disto, o n.º 1 do mesmo preceito estipula que os estatutos da sociedade podem também prever um limite máximo de ações próprias inferior a 10% do capital social.¹¹⁰ Esta regra serve, como se percebe, para proteger o princípio da conservação do capital social e a tutela dos credores sociais.¹¹¹

Deste modo, a aquisição de ações próprias deverá obedecer à regra do art. 319º do CSC, segundo a qual se exige uma prévia deliberação da AG e, após a autorização desta, estará o órgão de administração legitimado a adquirir as ações próprias.

Assim, como se percebe, o legislador português estabeleceu uma competência repartida, onde a aquisição das ações permanece um ato de gestão, que só pode ser realizado pelo órgão de administração, embora tal aquisição só possa ser realizada após a autorização da AG.¹¹²

11. A eficácia das *stock options* no contexto económico e legal

Como pudemos compreender ao longo deste trabalho, a implementação de *stock options*, que poderá ter inúmeras vantagens na teoria, está na prática longe de consubstanciar o *pacote remuneratório ideal*¹¹³.

Isto porque, embora seja um incentivo ao alinhamento de interesses entre administradores e acionistas, as *stock options* não consideram os diferentes perfis de risco destes intervenientes. Os administradores, que decidem os projetos que a empresa irá concretizar, com os riscos associados, terão uma menor aversão ao risco porque no limite, não perderão nada. Quem sofre as perdas são, em última instância, os acionistas.

Além disso, pese embora a atribuição de *stock options* possa gerar, através da boa gestão dos administrador, uma evolução na cotação das ações, e assim, da empresa num todo, o facto é que a atribuição de opções sobre ações comporta custos elevados para a empresa,

¹¹⁰ GOMES, Fátima, *O Direito aos Lucros.... op. cit.* p. 493

¹¹¹ SILVA, João Gomes da, *Ações Próprias e Interesses dos Acionistas*, 1998, p. 1222

¹¹² SILVA, João Gomes da, *Ações Próprias e Interesses.. op. cit.*, p.1232

¹¹³ GOMES, Fátima, *Remuneração de administradores de sociedades anónimas “cotadas” em geral, e no setor financeiro em geral*, I Congresso, Direito das Sociedades em Revista, Almedina, Coimbra, (2011), p. 309

seja por via da emissão de novas ações, onde se dará a diluição das ações já existentes, seja por via da aquisição de ações próprias, o que gerará a redução da liquidez da sociedade.

Neste sentido, têm sido criadas algumas possíveis soluções de forma a facilitar uma boa adoção de planos de *stock options*, tais como recomendações da UE que devem ser postas em prática pelos Estados Membros relativamente a estes instrumentos, nomeadamente a Recomendação 2009/385/CE¹¹⁴, que estabelece alguns princípios, a saber¹¹⁵:

- (i) É necessária a aprovação pelos acionistas dos regimes de remuneração com base em ações;
- (ii) As opções sobre ações só devem possíveis após um período de pelo menos três anos após a sua concessão (ou seja, *vesting period* de três anos);
- (iii) A transferência de ações e o direito de exercer opções sobre ações devem estar sujeitos a critérios de desempenho pré-definidos e mensuráveis;
- (iv) Após a transferência, os administradores devem conservar um certo número de ações, até ao fim do seu mandato, sujeito à necessidade de financiar quaisquer custos relacionados com a aquisição das ações. O número de ações a conservar deve ser fixado e representar, por exemplo, o dobro do valor da remuneração anual total (componentes não variáveis mais componentes variáveis).

Entre nós, o Código de Governo das Sociedades do IPCG de 2018¹¹⁶, também prevê que a declaração sobre a política de remunerações dos órgãos de administração deve conter o número de opções concedidas e as principais condições para o exercício dos direitos, incluindo o preço e a data desse exercício e qualquer alteração dessas condições,

¹¹⁴ Para consultar o documento na íntegra, vide: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=celex:32009H0385>

¹¹⁵ Ao contrário de alguns países europeus que abordam o tema dos planos de *stock options* de forma bastante exaustiva, entre nós o mesmo ainda não acontece, pelo que, em tudo o que não se encontre expressamente previsto, se aplicam as recomendações e propostas nacionais e comunitárias que prezam pela eficácia das *stock options*.

¹¹⁶ Para consulta integral do documento, https://cgov.pt/images/ficheiros/2018/codigo_de_governo_das_sociedades_ipcg_vf.pdf

determinando ainda que o início do período de exercício deve ser diferido por um prazo não inferior a três anos.

Mais recentemente, a Diretiva (UE) 2017/828 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de maio de 2017¹¹⁷, veio realçar a importância da transparência no que diz respeito às políticas de remuneração dos administradores das sociedades, e da importância dos acionistas no que diz respeito a essas mesmas políticas¹¹⁸.

Assim, o art. 9.º-A prevê um mecanismo segundo o qual os acionistas deverão, de 3 em 3 anos, deliberar sobre a política remuneratória a ser implementada para os administradores da sociedade, sendo este mecanismo de carácter vinculativo, o que significa que a sociedade só poderá remunerar os seus administradores de acordo com a política votada e aprovada pelos acionistas em AG.

O art. 9.º-B estipula uma série de regras de informação *ex post*, nomeadamente a elaboração pela sociedade de um relatório de remuneração, incluindo a informação discriminada de cada administrador, que deve ser aprovado pelos acionistas em AG e publicado, sendo a veracidade do relatório responsabilidade dos próprios administradores.¹¹⁹

Apesar de as sociedades já estarem, através da Lei n.º 28/2009, sujeitas a um regime de *say on pay*¹²⁰¹²¹, o regime desta nova Diretiva vai mais longe, essencialmente no que diz respeito à previsão expressa da necessidade de aprovação da AG e ao conteúdo da política remuneratória.

¹¹⁷ Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32017L0828>

¹¹⁸ Para uma análise mais detalhada acerca desta Diretiva, *vide* PETERSEN, Rikke Schiøtt e FAGERNÄS, Tom, *Shareholder Rights Directive II (EU 2017/828) – analysis of a new corporate governance regime*

¹¹⁹ ROLO, António Garcia, *As alterações à Diretiva dos Acionistas das Sociedades Cotadas: novidades e perspetivas de transposição*, in *Revista do Direito das Sociedades*, 3, 2017, p. 574

¹²⁰ Para uma análise mais detalhada, CÂMARA, Paulo, *Say on pay: o dever de apreciação da política remuneratória ... op. cit.* p. 321-344

¹²¹ Nomeadamente no que diz respeito à obrigação de apresentação anual de uma declaração sobre a política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e fiscalização à aprovação da AG em entidades de interesse público. Por outro lado, o art. 399º do CSC já previa a competência da AG ou de uma comissão de remuneração por ela designada para fixar as remunerações de administradores.

COUTINHO DE ABREU resume a eficácia da atribuição de *stock options* baseando-se em quatro regras: (i) existência de um sistema de remuneração aprovados pela AG; (ii) estabelecimento de período de indisponibilidade das ações adquiridas por esta via; (iii) restituição à empresa de proveitos obtidos com a alienação das ações em caso de as contras da sociedade terem sido falseadas; (iv) exclusão desta forma de remuneração relativamente aos administradores não executivos¹²².

¹²² ABREU, Jorge Coutinho de, *Governança das Sociedades...op. cit.* p. 87 *apud.* GOMES, Fátima, *Direito aos Lucros... op. cit.*, p. 495-496

PARTE 4. *Stock options* nas transações societárias e de mercado¹²³

Ao longo da vida de qualquer sociedade, vão ocorrendo transações societárias que alteram a estrutura de capital da empresa, *maxime*, a cotação das suas ações.

Isto terá, naturalmente, impacto no preço de exercício, caso haja sido implementado um plano de atribuição de *stock options* ao quadro de dirigentes da empresa.

Analisaremos de seguida algumas – mas não todas¹²⁴ - das operações que poderão impactar estes planos, tanto da perspectiva da empresa concedente como do optante, o administrador.

12. Fusão

A fusão consiste na união de duas ou mais sociedades numa só, normalmente associada a uma operação de concentração económica e com o objeto de maximização de valor para a empresa, através da transferência de ativos e de meios ao dispor de uma sociedade para outra.¹²⁵

Uma vez que com a fusão ocorre uma transferência dos ativos / passivos de uma empresa para uma outra, o que se pretende analisar é o que acontece às *stock options* perante essa transferência.

O regime da fusão, regulado nos termos dos arts. 97.º e ss. do CSC, prevê três tipos de fusão – a fusão simples, a fusão por incorporação, e a fusão revertida (*reverse merger*). Destarte, as empresas que possuam planos de *stock options* terão de adotar diferentes medidas, consoante o tipo de fusão que venha a ocorrer.

Assim, na fusão simples (art. 94.º, n.º 4, b) do CSC), através da qual se constitui uma nova sociedade (*newco*), para onde é transferido todo o património das sociedades fundidas, ocorre uma verdadeira extinção destas últimas por efeito do registo (art. 112.º a) do CSC), transmitindo-se a totalidade dos seus direitos e obrigações para a *newco*.

¹²³ Seguimos de perto as observações de Pedro Lionel Luís Fialho, *in Stock Options – o Contrato e as suas Alterações Devido às Operações Societárias e de Mercado*

¹²⁴ Também a insolvência e a liquidação da sociedade, por exemplo, podem conduzir à caducidade dos direitos atribuídos por planos de *stock options*.

¹²⁵ CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 6ª edição, 2018, Almedina, p. 996-997

Uma vez que a sociedade concedente se vai extinguir, por ser uma das sociedades fundidas, as participações sociais, que são o ativo subjacente do contrato de opção, serão também extintas. Deste modo, poderá defender-se que o contrato de opção será considerado nulo por superveniência, dada a impossibilidade do objeto (arts. 280º e 790º, ambos do CC)¹²⁶.

Contudo, poderá ser feita outra leitura do art. 112º, alínea a) do CSC. Ora, ainda que as sociedades fundidas sejam extintas, não podem ser ignoradas as obrigações que a sociedade fundida tinha assumido anteriormente à fusão e que, por efeito do registo da fusão, são automaticamente transferidas para a *newco*, como é o caso das *stock options*, que mais não são do que uma obrigação que a sociedade assume perante os seus administradores, neste caso. Assim, o contrato de opção não será nulo, ocorrendo antes uma cessão da posição contratual da sociedade concedente, agora inexistente, para a *newco*, caso a administração da sociedade extinta se mantenha na nova sociedade.

Ainda assim, podem sempre ser introduzidas cláusulas de conversão¹²⁷ na fusão, de forma a salvaguardar a posição dos beneficiários das opções, caso seja invocada a nulidade do negócio¹²⁸.

No contrato de opção também deve estar prevista a possibilidade de exercício antecipado da opção por parte dos beneficiários, uma vez que, caso não exista essa possibilidade, os administradores – que, neste caso, são os detentores das opções - poderão sempre lançar mão de um bloqueio da fusão, uma vez que são eles próprios quem elabora o projeto de fusão (art. 98.º, n.1 do CSC). Existindo a possibilidade de exercício antecipado, os administradores tornam-se acionistas da empresa e, após a fusão, acionistas da *newco*¹²⁹.

¹²⁶ FIALHO, Pedro Lionel Luís, *Stock Options... op. cit.* p. 49

¹²⁷ O art. 293.º do CC admite a conversão do negócio jurídico inválido ou de uma parte inválida do negócio jurídico num negócio ou parte de conteúdo diferente, que já cumpra os requisitos necessários para a validade. Só ocorre a conversão, porém, e o tribunal só pode declará-la, se for demonstrado que o negócio (ou parte) teria sido celebrado com esse conteúdo diferente se aquele requisito de validade tivesse sido tido em vista pelas partes.

¹²⁸ FIALHO, Pedro Lionel Luís, *Stock Options... op. cit.* p. 49

¹²⁹ Contudo, devem ser-lhes limitados alguns direitos, nomeadamente os direitos de voto até ao registo da fusão (para que não possam opor-se à fusão em AG); deve também ser estipulada a proibição de venda das ações da *newco* durante um determinado período de tempo.

No caso de estarmos perante uma fusão por incorporação onde a concedente é a sociedade incorporada, a doutrina espanhola vem apontando uma solução que passa pela conversão do plano de *stock options* existente, em termos e condições a negociar com a sociedade incorporada, através de uma relação de troca de ações¹³⁰¹³¹, que deve ser abordado logo no projeto de cisão (cfr. art. 98.º, n.º 1, al. e) do CSC).

No caso de a sociedade concedente ser a incorporante numa operação de fusão, não se poderá invocar a nulidade do contrato de opção, uma vez que a sociedade incorporante não se extinguirá e assim, não existe impossibilidade do objeto.

No momento da fusão, a não ser que a sociedade incorporante tenha ações próprias suficientes em carteira ou as tenha adquirido por efeito da fusão (o que geralmente acontece, quando a sociedade incorporada tem participações na incorporante), é necessário recorrer a um aumento de capital para criação de novas ações.

O valor do aumento de capital não tem de resultar exatamente da soma do capital social das sociedades fundidas, mas tem como limite máximo o valor do património que foi transmitido pela incorporada para a incorporante.

O aumento de capital pode assumir uma de duas vias – por novas entradas, ou através da incorporação de reservas. Se estivermos perante um aumento por novas entradas (em dinheiro e em espécie), a sociedade incorporante fica dotada de capitais que, até então, não dispunha, de forma a conseguir atribuir participações sociais aos sócios da sociedade incorporada. A contrapartida será a diluição de capital, que irá ter repercussões no valor das ações e, assim sendo, impactará o preço de exercício das *stock options*, pelo que deverá estar previsto um *repricing* no contrato de opção, que acautele este tipo de situações. Isto porque o aumento de capital provoca uma redução do valor do ativo subjacente (a ação) que deve ser repercutida no preço de exercício na mesma percentagem da redução do preço da ação após o aumento de capital.

Em suma, no momento em que ocorre uma fusão entre duas ou mais sociedades, podemos ter 4 cenários possíveis perante uma incorporada que tenha um plano de *stock options*

¹³⁰ BUENO, Miguel Córdoba, *Guia de las stock options*, Deusto, Bilbao, 2001, *apud* FIALHO, Pedro Lionel Luís, *Stock Options... op. cit.* p. 50

¹³¹ Na fusão por constituição de nova sociedade, o estabelecimento desta relação de troca será mais simples, pois a nova sociedade vai ter de criar obrigatoriamente novas ações para todos os sócios das sociedades participantes da fusão.

implementado para com os seus administradores: (i) a antecipação do período de exercício; (ii) o cancelamento do plano¹³², por extinção da sociedade incorporada, geralmente acompanhada por uma (iii) compensação financeira; e, por fim, a (iv) assunção por parte da incorporante do plano assumido pela incorporada, ou a substituição do anterior plano da incorporada por um novo plano decidido pela incorporante e negociado com os beneficiários¹³³.

13. Cisão

A cisão é realizada através de uma divisão objetiva da sociedade, isto é, do seu património, que é repartido entre duas ou mais sociedades (cfr. art. 118.º, n.º 1 do CSC), constituindo assim uma técnica de desconcentração da empresa originária, por oposição à fusão.¹³⁴

A cisão total (ou cisão-dissolução) envolve o património da sociedade que é dividido e transmitido, na sua plenitude, a duas ou mais sociedades, extinguindo-se a sociedade cindida (cfr. art. 118.º, n.º 1, b) do CSC). Assim, os sócios da cindida recebem, em troca, participações nas sociedades beneficiárias, proporcionalmente às que tinham na sociedade extinta por via da cisão.

A consequência prática desta modalidade de cisão é naturalmente a extinção da sociedade cindida, com a consequente extinção das participações sociais.

Na mesma lógica que na fusão por incorporação ou na fusão para criação de nova sociedade, o contrato de opção poderá ser considerado nulo por impossibilidade de objeto, pelo que também deverá estar prevista na cisão, uma cláusula de conversão, através do qual é alterado o objeto para que os contratos de opção possam subsistir, com a respetiva alteração no preço de exercício (*repricing*) e no número de opções a atribuir.

¹³² Note-se, no entanto, que o cancelamento só será aceite no caso de não haver nenhuma cláusula de “*change of control*” no contrato de opção que permita, por exemplo, a antecipação do período de exercício, in BABENKO, Ilona, DU, Ganfang, TSERLUKEVICH, in *Will I Get Paid? ...op. cit.*, p. 7

¹³³ Mintz Levin Corporate and Securities Group, Advisory: *Stock Options In Merger & Acquisition Transactions*, 09 June 2011, art. disponível em: <https://www.mondaq.com/unitedstates/private-equity-mbos/134694/advisory-stock-options-in-merger-acquisition-transactions>

¹³⁴ VASCONCLEOS, Joana, *A cisão de sociedades*, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2001, p. 29

Ainda assim, é defensável que as obrigações que a sociedade cindida tinha no momento da cisão, se transfiram automaticamente para a *newco* por mero efeito do registo da cisão, pelo que os planos de *stock options* poderão estar salvaguardados nestas ocasiões.

Diversamente, a cisão parcial (ou cisão simples) caracteriza-se pela transmissão limitada apenas a uma parte do património da cindida, para com ela criar uma nova sociedade (*newco*), não pondo em causa a existência da sociedade cindida, que prossegue com a sua atividade com o património que lhe resta (crf. art. 118.º, n.º 1, a) do CSC) - pode, no entanto, provocar uma redução no capital social.

Neste caso, ainda que não ocorra uma redução no capital social da sociedade cindida, é certo que a redução do seu património afetará as participações sociais. Se o ativo é afetado, também as ações sofrerão uma alteração, o que terá impacto no preço de exercício das opções que a sociedade cindida tenha à data da cisão. Assim sendo, dever-se-á proceder a um *repricing* do preço de exercício, na mesma medida em que as ações venham a sofrer com a cisão.¹³⁵

Por outro lado, a cisão-fusão consiste na separação de parte do património de uma sociedade – com eventual dissolução da cindida com subsistência da atividade desta – para o juntar a sociedades já existentes ou que realizaram operações idênticas (crf. art. 118.º, n.º 1, c) do CSC)¹³⁶

Dadas as várias submodalidades da cisão fusão – seja a cisão-parcial-fusão por incorporação, ou a cisão-parcial-fusão para constituição de nova sociedade ou até mesmo a cisão-dissolução-fusão por incorporação ou por constituição de uma nova sociedade - o reajustamento do preço de exercício e do número de opções deve ser realizado tendo em conta, primeiro o momento da cisão, e depois de apurado esse reajustamento em função da cisão, seja simples ou por dissolução, deve então proceder-se ao mesmo reajuste em função da fusão.¹³⁷

¹³⁵ FIALHO, Pedro Lionel Luís, *Stock Options... op. cit.* p. 51

¹³⁶ CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais... op.cit.* p. 1005

¹³⁷ FIALHO, Pedro Lionel Luís, *Stock Options... op. cit.*, p. 52

14. Oferta Pública de Distribuição

No momento em que uma sociedade decide dispersar o seu capital em mercado regulamentado, através de oferta pública de distribuição, pode paralelamente decidir implementar um plano de atribuição de *stock options*, vislumbrando a possibilidade de ter planos de opções com base em avaliações de mercado.

Assim, no momento em que a sociedade apela ao investimento no mercado¹³⁸¹³⁹ – seja através de um IPO (ou oferta pública de venda), onde a empresa abre, pela primeira vez, o seu capital ao mercado regulamentado, seja através de oferta pública de subscrição, que se caracteriza pela sociedade, que pretende emitir valores mobiliários, propor à generalidade dos investidores que os subscrevam (adquirindo-os) – dá-se um aumento do preço das ações, que ocorre por efeito desse investimento no mercado (que resulta numa maior liquidez).

Essa valorização das ações, como se percebe, pouca ou nenhuma ligação tem com o efetivo desempenho do beneficiário da opção, pelo que é entendimento geral que, no caso em que não esteja previsto nenhum mecanismo no contrato de opção, o preço de exercício deve ser alterado no momento em que a sociedade entre no mercado regulamentado.

Questão diversa será quando, no momento em que a sociedade se torna aberta, já esteja a correr o período de exercício. Na mesma linha de alguma doutrina espanhola, tem sido sustentado em Portugal que, nestes casos, deve ser exigido ao optante um compromisso de não venda das opções, mesmo que tal não esteja previsto no contrato de opção, sob pena de o inverso gerar um impacto negativo para os acionistas, uma vez que as ações ainda não se encontram estabilizadas.¹⁴⁰

Em suma, para se evitar estes mecanismos *ad hoc*, o contrato de opção deve já prever a impossibilidade de alienação ou de exercício da opção, pelo menos durante um período considerável após a admissão das ações à negociação na bolsa.

Relativamente ao preço de exercício, este é geralmente fixado ao mesmo preço que o da oferta (em vez do preço ser determinado pelo valor de mercado à data do contrato de

¹³⁸ CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., 2018, Almedina, p. 662

¹³⁹ Por oposição às OPAS, que são casos de desinvestimento.

¹⁴⁰ BUENO, M. Córboza, *Guía de las stock options...* p. 80 *apud* FIALHO, Pedro Leonel Luís... *op. cit.* p. 41

opção)¹⁴¹. No entanto, nos casos em que se consiga prever que a atribuição de *stock options* possa, através de um IPO, gerar um ganho desmesurado para o optante, poderá fixar-se o preço de exercício a um valor superior ao preço da oferta inicial¹⁴², uma vez que o preço das oferta é geralmente feito abaixo do preço de mercado¹⁴³ (o chamado *underpricing*), o que potencia mais valias injustas para o detentor da opção.

15. Oferta Pública de Aquisição

Perante uma oferta pública de aquisição (OPA), o oferente terá de valorizar as ações do *target*, pelo menos, a um preço não inferior ao preço médio ponderado das ações nos 6 meses anteriores, conforme o disposto no art. 188.º, n.º 1, alínea b) do CVM.

Ora, isso demonstra que o valor da ação sofrerá alterações em função da OPA, mas isso não significa que o preço de exercício tenha de sofrer, automaticamente, um *repricing*. Vejamos.

No momento em que o oferente lança a OPA, tem por base uma análise detalhada da empresa que pretende adquirir. Desse modo, poderá concluir, *ex ante*, que a sociedade *target* é bem ou mal gerida.

Sendo bem gerida, geralmente o preço de exercício é apresentado a um preço inferior ao valor das ações, resultado do bom desempenho da administração. Desse modo, a valorização gerada pela OPA deverá beneficiar também os administradores, em virtude do seu bom desempenho e de forma a fidelizá-lo e manter o alinhamento de interesses entre estes e os acionistas.

Caso a empresa apresente uma má gestão, o preço de exercício será, à partida, superior ao valor das ações no mercado, mesmo com a valorização gerada pela OPA, e desse

¹⁴¹ LOWRY, Michelle, MURPHY, Kevin J. *Executive Stock Options and IPO Underpricing* (2006). P. 4

¹⁴² LOWRY, Michelle, MURPHY, Kevin J. *Executive Stock... op. cit.* p. 12

¹⁴³ Nestes casos, a sociedade decide fixar o preço das suas ações de modo a refletir um valor de mercado inferior ao valor atual da empresa. Por exemplo, uma empresa tem atualmente um valor de mercado de €850.000. Decide fixar o preço do seu IPO em €5,00 por ação. O IPO tem um total de 150.000 ações. A este preço de IPO, a empresa avaliou-se a si própria a €5,00 * 150.000 = €750.000. Isto é menos €100.000 do que o seu valor de mercado atual.

modo, não se apresenta como vantajoso para os beneficiários das opções exercerem as mesmas.¹⁴⁴

16. Operações de saída de mercado

Num cenário oposto ao de uma IPO, temos agora uma transição de uma sociedade que passa de sociedade aberta para sociedade fechada, por causa da dispersão de capital social. Esta operação de *going private* implica na maioria das vezes que a sociedade em questão esteja subvalorizada no mercado, ou que esteja mesmo a iniciar um processo de insolvência (o que não quer dizer que não haja operações de saída de mercado baseadas simplesmente em opções estratégicas), o que significa que, caso haja sido implementado um plano de *stock options* na sociedade que sairá do mercado regulamentado, provavelmente as opções estarão *out of the money*.

Entre nós, as operações de saída do mercado podem ser realizadas através (i) da perda de qualidade de sociedade aberta, cujo regime está explanado nos arts. 27º e seguintes do CVM, (ii) da exclusão, por iniciativa da entidade gestora de mercado regulamento ou pela CMVM (cfr. art. 213.º); ou (iii) da transmissão potestativa tendente ao domínio total¹⁴⁵ (art. 195.º, n.º 4 CVM e 490.º do CSC).

Não estamos perante uma extinção das participações sociais. Elas existem e podem continuar a ser transacionadas, apenas com uma diferença – essa transação terá de ocorrer fora do mercado regulamentado. Assim, caso a sociedade excluída tenham implementado um plano de *stock options*, estas poderão continuar a ser exercidas e os detentores poderão adquirir ações da sociedade.

No entanto, é com naturalidade que se percebe que a operação de saída de mercado afetará a liquidez da empresa, e por isso o preço das ações subjacentes. A decisão de saída do

¹⁴⁴ FIALHO, Pedro Lionel Luís, *Stock Options... op. cit.* p. 42-43

¹⁴⁵ Que se caracteriza pela situação através da qual, uma entidade que já detenha, pelo menos, 90% do capital de outra sociedade, possa, nos 6 meses seguintes, fazer uma OPA das participações dos restantes sócios (10%), mediante uma contrapartida em dinheiro ou nas suas próprias quotas. Esta aquisição implica imediatamente a perda de qualidade de sociedade aberta e a exclusão da negociação em mercado regulamentado das ações da sociedade e dos valores mobiliários que a ela dão direito, ficando ainda vedada a readmissão à bolsa durante um ano.

mercado, que caberá aos acionistas, leva a que a empresa concedente opte por acelerar o período de exercício¹⁴⁶ ou mesmo cancelar o plano.

Como já foi aqui referido, muitas vezes quando uma empresa passa de aberta a fechada, é devido a uma circunstância em que o preço das ações caiu significativamente, pelo que as opções que estão debaixo de água (*underwater*), mesmo que se acelere o plano, não serão exercidas. A empresa pode então optar por emitir novos prémios como uma empresa fechada.

Alternativamente, podem manter o plano, devendo então recorrer-se a um *repricing* do preço de exercício¹⁴⁷, devido à perda de liquidez, e os pagamentos de prémios ocorrerão agora em ações de empresas fechadas em vez de ações de empresas abertas, pelo que os detentores das opções não poderão exercer e vender a menos que haja um acordo de recompra da empresa.

¹⁴⁶ Assim, os detentores teriam oportunidade de exercer a opção e revender as ações à sociedade ou aos acionistas.

¹⁴⁷ No entanto, o *repricing* deve ser devidamente aprovado: existem várias críticas ao *repricing* quando decidido unilateralmente pelo *board* porque frustra o mecanismo disciplinador e o risco inerente às *stock options*.

CONCLUSÃO

Esta dissertação de mestrado assumiu como principal objetivo uma análise aprofundada sobre a natureza - económica e jurídica - das *stock options* enquanto instrumento remuneratório dos administradores das sociedades anónimas.

Assim, as *stock options* fazem parte da remuneração variável atribuída aos administradores, através das quais é atribuído aos membros do órgão de administração o direito de adquirir ações da sociedade, mediante um preço pré-definido, em troca do seu trabalho de gestão da sociedade.

Apesar da sua existência remontar aos anos 50, a importância das *stock options* – essencialmente no que diz respeito à sua fiscalização – ganhou uma maior dimensão após o culminar de vários escândalos financeiros que evidenciaram a necessidade de uma maior intervenção dos acionistas nas políticas remuneratórias das sociedades.

O maior contributo das *stock options* será a mitigação de eventuais conflitos de interesses entre acionistas e administradores, uma vez que estes últimos se vêm motivados a agir no interesse da sociedade, com vista à satisfação dos seus próprios interesses, na medida em que parte da sua remuneração estará dependente do seu trabalho, diligente e criterioso, com vista à valorização das ações da empresa que dirige.

Além, disso, as *stock options* funcionam como um mecanismo de atracção e retenção de profissionais qualificados e motivados que, através da sua *performance*, aumentam o valor das ações e assim, o valor da sociedade num todo.

No entanto, há quem considere que, ao invés de alinhar os interesses dos acionistas e dos administradores, este tipo de remuneração aumenta os problemas de agência, na medida em que o administrador poderá tentar produzir resultados positivos a curto prazo para seu próprio proveito, em detrimento da sustentabilidade da empresa, e por isso dos interesses dos acionistas.

Concluimos, no entanto, que se se implementar um plano de *stock options* bem estudado e devidamente fiscalizado, este tipo de remuneração terá mais vantagens do que desvantagens, tanto para os detentores das opções, como para a empresa concedente.

Ainda assim, concordamos que os planos de *stock options* implicam um custo para os acionistas, uma vez que, no momento do exercício da opção, a empresa terá de ter ações disponíveis para entregar aos detentores, podendo para esse efeito proceder a um aumento

de capital, diluindo assim o valor das ações já existentes, ou adquirindo ações próprias, com a conseqüente redução do lucro da sociedade.

O chamado *repricing* – ou recálculo do preço de exercício da opção – é alvo de bastantes críticas, por se considerar que desvirtua o próprio sentido das *stock options*. No entanto, entendemos que, perante uma descida do preço das ações no mercado, será mais eficiente (e vantajoso) proceder-se a um *repricing* do preço das opções de forma a acompanhar o mercado, do que encontrar alternativas que, em última instância, acabarão por arrecadar mais prejuízos para a sociedade.

De entre os tipos de *stock options*, concluímos que as *stock options* tradicionais são as mais vulneráveis a comportamentos fraudulentos por parte dos administradores, e por isso, as menos eficazes, uma vez que não existe uma correlação evidente entre o desempenho do administrador e a sua remuneração, pois que o preço de exercício será sempre idêntico ao preço de mercado no momento da concessão do direito da opção, sendo por isso o lucro para o administrador quase instantâneo.

Por outro lado, entendemos que as *indexed options* serão as mais permeáveis às volatilidades do mercado, uma vez que, o preço de exercício, desconhecido no momento da concessão da opção, está dependente da evolução de um certo índice previsto no programa de opções, sendo os dirigentes recompensados na medida em que o seu desempenho exceda o valor de referência. Assim, protegem-se os beneficiários no caso de uma redução inesperada do mercado, uma vez que podem ser compensados caso ultrapassem, mesmo assim, o índice definido no plano, e protege-se a empresa, por se tratar de uma modalidade de *stock options* mais rigorosa e por isso, menos suscetível a eventuais comportamentos fraudulentos por parte dos dirigentes.

A contabilização das *stock options* como um custo para a sociedade será sempre necessária, por questões de transparência e porque o contrário representaria não só uma falha no reconhecimento de uma transação económica que de facto existe (trabalho em troca de opções). Além disso, conseguimos agora perceber que a não contabilização das *stock options* como um custo pode distorcer a comparação entre o valor gerado por uma empresa que use um plano de opções e uma empresa que não o faça.

Dentro do plano de *stock options* existem contratos que lhe são inerentes, tais como o contrato de opção sobre ações, onde se determinam os vários elementos das opções, nomeadamente, o preço de exercício (i.e., o preço que o detentor da opção terá de pagar,

no momento em adquire as ações da empresa), o período de espera (normalmente, entre 3 a 5 anos), e o período de exercício (i.e., o período em que o beneficiário está legitimado a exercer a sua opção, após o decurso do período de espera).

Além disso, existem também os contratos de cobertura de risco (ou de garantia) através do qual são celebrados acordos entre a empresa concedente e entidades financeiras que cobrem os riscos financeiros que possam surgir até ao momento do exercício da opção por parte dos dirigentes.

Têm vindo a ser emitidas várias recomendações da UE mediante as quais se pretende atribuir aos acionistas um maior escrutínio das práticas e políticas remuneratórias dos administradores, nomeadamente através (i) da aprovação dos acionistas dos regimes de remuneração com base em ações, (ii) do desenvolvimento de critérios de desempenho pré-definidos e mensuráveis, (iii) da imposição de apresentação de um relatório anual sobre as políticas remuneratórias a ser apresentado pelo órgão de administração aos acionistas, entre outras medidas.

Além disso, tivemos a oportunidade de concluir que as transações societárias levadas a cabo por empresas que detenham planos de *stock options* devem ser acauteladas no próprio contrato de opção. Isto porque é natural que essas transações tenham impacto na cotação das suas ações, o que acaba por impactar também o plano de *stock options*. Assim, deverá estar previsto no próprio contrato de opção:

- a possibilidade de *repricing*, na medida em que as ações da sociedade venham a sofrer alterações por efeito da transação;
- a possibilidade do exercício antecipado da opção, nos casos em que o beneficiário possa vir a sair prejudicado com a transação (*maxime*, caso veja plano cancelado);
- a possibilidade de conversão do objeto de um contrato que possa vir a prejudicar o plano de opções (tal como a fusão ou a cisão), de forma a não tornar o mesmo nulo por falta de objeto, uma vez que as ações, que são o ativo subjacente do contrato de opção, serão extintas por efeito da transação.

BIBLIOGRAFIA

- ABREU, Jorge Manuel Coutinho de – *Governança das Sociedades Comerciais*, 2ª edição, Almedina, 2010
- *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, VOL VI, Almedina, 2013,
- ALBUQUERQUE, Pedro de – *Assistência Financeira nas Sociedades Comerciais*, Almedina, 2019
- ANABTAWI, Iman – *Secret Compensation*, North Carolina Law Review, Vol. 82, No. 835, 2004
- ANDRÉS, Aníbal Sánchez – *Las Llamadas Stock options Y Las Fórmulas Mágicas De La Ciencia Jurídica*, Revista Jurídica 2, 2000
- ARAÚJO, Fernando – *Teoria Económica do Contrato*, Almedina, 2007
- BABENKO, Ilona, DU, Fangang, TSERLUKEVICH, Yuri – *Will I Get Paid? Employee Stock Options and Mergers and Acquisitions*. Disponível em: http://ssrn.com/abstract_id=2749045
- BODIE, Zvi, KAPLAN, Robert S., MERTON, Robert C. – *For the Last Time: Stock Options are an Expense*, Harvard Business School Publishing, 2003
- BOZZI, Stefano – *NonTraditional Stock Options for the Undiversified Executive*, 2001. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=498402>
- CÂMARA, Paulo – *O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição no Novo Código dos Valores Mobiliários*, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º7, 2000
- *Código do Governo das Sociedades Anotado*, Almedina, Coimbra, 2012
- “Say on Pay”: *O Dever de Apreciação da Política Remuneratória pela Assembleia Geral*, Revista de Concorrência e Regulação, Ano I, n.º2, Abril-Junho 2010
- *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 4ª ed., Almedina, 2018
- *A Comissão de Remunerações*, in RDS III, 2011, 1, 9-51
- *Governo dos Bancos*, 2018
- *Remuneração e Governo das Sociedades: Uma Nova Agenda*, 2018

CÂMARA, Paulo; BANDEIRA, Paulo; CORREIA, Francisco Mendes; GONÇALVES, Diogo Costa; OLIVEIRA, António Fernandes; FIGUEIREDO, André; GUINÉ, Orlando Vogler; LINO, Duarte Schmidt; GOMES, José Ferreira; SILVA, João Gomes; BORGES, Sofia Leite; SANTOS, Hugo Moredo; NEVES, Rui de Oliveira; CAMPOS, Ana Rita Almeida; MORAIS, Helena R. – *Código do Governo das Sociedades Anotado*, Almedina 2012

CARPENTER, Jennifer, STANTON, Richard and WALLACE, Nancy – *Optimal exercise of executive stock options and implications for firm cost*, Journal of Financial Economics, 98, 315-337

CARREIRO, SOFIA, – *A Fusão*, in *Aquisição de Empresas* (obra coletiva), Coimbra Editora, Coimbra, 2011

CHAVES, Angela Barros – *Stock Option Plans no Âmbito do Trabalhador*, Universidade Católica Portuguesa, Faculdade de Direito da Escola de Lisboa, 2012

Comissão Europeia, Direção-Geral da Empresa, Relatório Final do Grupo de Peritos – *Opções de Ações para Empregados, o enquadramento jurídico e administrativo dos planos de opções de ações para empregados da UE*, junho de 2003

CUNHA, Paulo Olavo – *Direito das Sociedades Comerciais*, 6.^a edição, Almedina 2018

DOMINGUES, Paulo de Tarso – *Assistência financeira das sociedades*, in *AB Instancia, Revista do Conhecimento AB*, I, 2., 2013

FIALHO, Pedro Lionel Luís – *Stock Options – o Contrato e as suas Alterações Devido às Operações Societárias e de Mercado*, maio 2014

FONSECA, Tiago Soares da – *Do Contrato de Opção: esboço de uma teoria geral*, Lex, Lisboa, 2001

GOMES, Fátima – *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas das Sociedades Anónimas*, Almedina, 2011

GOMES, José Ferreira – *Da administração à fiscalização de sociedades: A obrigação de vigilância dos órgãos da sociedade anónima*, dissertação de doutoramento, Almedina, 2015

GIÃO, João Sousa – *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro - Um Balanço a Partir da Crise Financeira*, Almedina, 2010

HALL, Brian J. – *What You Need to Know About Stock options*, Harvard Business Review, 2000. Disponível em: <https://hbr.org/2000/03/what-you-need-to-know-about-stock-options>

HALL, Brian; MURPHY, Kevin J. – *The Trouble with Stock Options*, 2003. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=415040>.

HERMIDA, A. Tapia e FRADE, A. Tapia – *Stock options (Opciones Sobre Acciones) y Planes de Stock options Dirigidos a los Trabajadores (Employee Stock Option Plans – ESOPs)*, Revista de Derecho Bancario e Bursátil, n.º 87, 2002

HILL, Jennifer G. – *Regulating Executive Remuneration After the Global Financial Crisis: Common Law Perspectives*, Sydney Law School Legal Studies Research Paper No. 11/9, 2012

JENSEN, Michael C., MURPHY, Kevin J., WRUCK, Eric G. – *Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them*, July 2004. Harvard NOM Working Paper No. 04-28; ECGI - Finance Working Paper No. 44/2004. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=561305>

JIMÉNEZ, Javier Ibáñez, *Stock Options, regulación, economía, política retributiva y debate social*, Dykinson, Madrid, 2000

JOHNSON, Calvin H. *Why stock and stock-option compensation are such a terrible idea*, The University of Texas School of Law, Working Paper, p. 7 e ss. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=474362>

JOST, Peter J., WOLF, Florian C. – *Subjective expected utility theory and the value and incentive effects of stock options for executives*, May 2003, WHU Department of Organization Theory Working Paper no. 03-05. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=413000

LABAREDA, João – *Nota sobre a prestação de garantias por sociedades comerciais a dívidas de outras entidades*, in *Direito societário português – algumas questões*, 1998

PANDA, Brahmdev, LEEPSA, N. M. *Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives*, Indian Journal of Corporate Governance, 2017

LONG, Michael S. – *The Incentives behind the Adoption of Executive Stock Option Plans in U.S. Corporations* Financial Management, vol. 21, No. 3, 1992, Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/3666015>

LOWRY, Michelle, MURPHY, Kevin J. – *Executive Stock Options and IPO Underpricing* (2006). Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=745684>

MADRID, Elena Merino – *Funcionamiento y modalidades de opciones sobre acciones (Stock Options) como sistema retributivo*, Revista de Trabajo y Seguridad Social, n.º 339, Madrid, 2011

– *Stock options: Una Visión Jurídica, Económica, Financiera Y Contable IV Premio ‘ASEPUC’ de Tesis Doctorables (2008)*, disponível em: <http://www.icac.meh.es/Documentos/PUBLICACIONES/273.pdf>

MALLER, Ross A. TAN Rosemary, VYVER, Mark Van de – *How Might Companies Value Esos?*, Article, in Australian Accounting Review, March 2002

MEHRAN, Hamid, TRACY, Joseph – *The Impact of Employee Stock Options on the Evolution of Compensation In The 1900s*, NBER Working Paper Series, July 2001. Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w8353>

MORAIS, Rui Duarte – *Sobre o IRS*, 2ª edição, Almedina, 2008

MOREIRA, Ricardo José Morgado – *Compensação de Executivos: Stock Options: o caso particular da compensação dos altos executivos*, Porto, 2011

MURPHY, Kevin J. – *Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There*, August 12, 2012. Handbook of the Economics of Finance. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2041679>.

– *Executive Compensation*, April 1998. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=163914>.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de – *Manual de Governo das Sociedades*, Almedina, 2018

– *Manual de Corporate Finance*, 2ª edição, Almedina 2017

OLIVEIRA, António Fernandes de – *Remuneração de Administradores e Planos de Aquisição de Acções*, in Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º19, 2004

OLIVEIRA, Maria Teresa Mira de – *Stock Option Plans e o seu Impacto no Governo das Sociedades*, Governance Lab, junho 2016

ROLO, António Garcia – *As alterações à Diretiva dos Acionistas das Sociedades Cotadas: novidades e perspetivas de transposição*, in *Revista do Direito das Sociedades*, 3, 2017

RUDKIN, Ronald D. – *Valuation of Employee Stock Options and Other Equity Based Instruments*, 2004

SANTOS, João Pedro – *A tributação dos planos de opções sobre ações atribuídos pela entidade empregadora*, *Ciência e Técnica Fiscal*, Centro de Estudos Fiscais e Aduaneiros, Autoridade Tributária e Aduaneira, [433] julho > dezembro de 2014.

SILVA, João Gomes da – *Ações Próprias e Interesses dos Acionistas*, 1998. Disponível em: <https://portal.oa.pt/upl/%7B7fde6c98-5415-4084-b748-3f9b6842755b%7D.pdf>

SILVA, Mariana Duarte – *Assistência financeira – No âmbito das sociedades comerciais*, RDS II (2010)

VASCONCELOS, Joana – *A cisão de sociedades*, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2001,

VATINET, Raymonde – *Le clair-obscur des stock options à la française*, in *Ver. Sociétés*, 1997

VENTURA, RÁUL – *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades*, Comentário ao Código das Sociedades Comerciais, Almedina, 2006

– *Remuneração de administradores de sociedades anónimas ‘cotadas’ em geral, e no setor financeiro em geral*, I Congresso, *Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2011