

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

**MESTRADO – DIREITO E GESTÃO
2012/2014**



STOCK OPTIONS

**O Contrato e as suas Alterações Devido às Operações
Societárias e de Mercado**

Pedro Leonel Luís Fialho

30 de maio de 2014

Orientação: Mestre Jorge de Brito Pereira

*Aos meus pais,
à ti'natália e
ao ti'toino*

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	7
CAPÍTULO I: AS STOCK OPTIONS: UM INSTRUMENTO REMUNERATÓRIO, ELEMENTOS, MODALIDADES E FIGURAS AFINS.....	10
1. UM INSTRUMENTO REMUNERATÓRIO	10
1.1 Remuneração dos administradores	10
1.2 Da admissibilidade das Stock Options	11
1.3 Conflito de interesses e Teoria da Agencia	13
2. VANTAGENS E DESVANTAGENS DAS STOCK OPTIONS	16
3. ELEMENTOS.....	17
3.1 Ativo subjacente	17
3.2 Preço de exercício.....	17
3.3 Valor do ativo	18
3.4 Período de espera.....	18
3.5 Período de exercício	18
3.6 Prémio pelo direito de opção	18
4. MODALIDADES.....	19
4.1 Traditional Options.....	19
4.2 Premium Options.....	19
4.3 Performance-vested Options	19
4.4 Purchase Options	20
4.5 Repriceable Options	20
4.6 Reload Options	20
4.7 Indexed Options.....	21
4.8 Função e Objetivos	21
5. FIGURAS AFINS	22
5.1 Stock Appreciation Rights (SAR)	22
5.2 Phantom Stock.....	23
5.3 Phantom Options	23
5.4 Performance Shares	23
5.5 Vesting Rights Stock, Restricted Stock.....	23
5.6 Tracking Stock.....	24
CAPÍTULO II: DO CONTRATO DE STOCK OPTIONS.....	25
1. ENQUADRAMENTO	25
2. DA ESTRUTURA DA REMUNERAÇÃO E OS PROBLEMAS LEVANTADOS PELAS STOCK OPTIONS	26
3. ESTRUTURA JURÍDICA DOS PLANOS DE STOCK OPTIONS.....	27
3.1 Contrato de Opção	27
3.2 Contrato de Compra e Venda de Ações	27
3.3 Contratos de Garantia ou Cobertura	28
4. O CONTRATO DE STOCK OPTIONS	28
4.1 Noção.....	28
4.1.1 <i>Um Contrato</i>	29
4.1.2 <i>Os Sujeitos</i>	30
4.1.3 <i>O Direito potestativo, irrevogável, intransmissível e sob condição</i>	31
4.1.4 <i>Adquirir ou subscrever ações</i>	32

4.1.5	<i>Da sociedade, ou outra em que se encontre numa relação de grupo</i>	35
4.1.6	<i>O preço de exercício</i>	36
4.1.7	<i>Período de espera e de exercício</i>	36
CAPÍTULO III: ALTERAÇÕES DO CONTRATO DE STOCK OPTIONS DEVIDO ÀS OPERAÇÕES SOCIETÁRIAS E DE MERCADO		38
1.	O PREÇO DE EXERCÍCIO E O EFEITO TEMPO NO CONTRATO DE STOCK OPTIONS	38
2.	MODALIDADES DE DETERMINAÇÃO DO PREÇO DE EXERCÍCIO	38
3.	ALTERAÇÕES AO PREÇO DE EXERCÍCIO DEVIDO ÀS OPERAÇÕES SOCIETÁRIAS E DE MERCADO	39
3.1	Ofertas Públicas de Distribuição	40
3.2	Oferta Pública de Aquisição	42
3.3	Aumentos de Capital	43
3.3.1	<i>Aumentos de Capital ao valor nominal</i>	44
3.3.2	<i>Aumentos de Capital por incorporação de Reservas</i>	44
3.4	Reduções de Capital	45
3.5	Splits de ações	47
3.6	Pagamento de dividendos	47
3.7	Fusões	48
3.8	Cisões	51
3.9	Dissolução e Liquidação	52
3.10	Operações de Saída de Mercado	53
CONCLUSÃO		56
BIBLIOGRAFIA		60

ÍNDICE DE ABREVIATURAS

CC	Código Civil
CMVM	Comissão de Mercado de Valores Mobiliários
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CVM	Código dos Valores Mobiliários
SO	Stock Options

INTRODUÇÃO

Os Planos de Opções Sobre Ações, comumente designados *Stock Options Plans* – abreviadamente, *Stock Options* (SO) –, são conhecidos figuras jurídicos-económicas que têm despertado a atenção da doutrina jurídica e económica, das instituições públicas nacionais e supranacionais, bem como da sociedade em geral.

As SO quando entendidas como parte integrante do pacote remuneratório dos administradores de sociedades anónimas, nomeadamente como uma das possíveis componentes variáveis daquela, enquadram-se num estudo muito mais amplo: a remuneração dos administradores no âmbito do estudo do *Corporate Governance*.

Com efeito, os escândalos económico-financeiros vindos a público, como o caso da Enron (2001) ou da Worldcom (2002), e a subsequente crise financeira mundial (2008) fizeram correr tinta em torno das remunerações dos administradores das sociedades cotadas, em que as mais-valias geradas com as SO representavam a maior fatia do bolo¹.

Todavia, com a crise económica e a retração dos mercados tem-se verificado um certo abandono das SO em detrimento de outras formas de remuneração variável baseadas em indicadores contabilísticos. Esse abandono deve-se às críticas que têm surgido em torno das SO, bem como ao período de retração bolsista em geral (*bear markets*), deixando de ser atrativos estes tipos de planos. Porém, apesar de forma tímida, os mercados têm reagido positivamente ao que já se vem chamando de “pós-crise” e os índices bolsistas têm vindo a apresentar recordes de acumulação de valor desde meados de 2013. Com a perspetiva de um mercado em crescimento (*bull markets*) será natural verificar-se uma proliferação das SO, pelo menos no seio das sociedades cotadas.

Apesar dito, os estudos das SO em Portugal não têm sido tão desenvolvidos como nos mercados anglo-saxónicos ou mesmo em comparação com o que se desenvolveu na vizinha Espanha entre 1999 e 2003. Essa lacuna científica deve-se ao reduzido interesse que este instrumento possui em terras Lusitanas, justificado pelo reduzido mercado e pelo também

¹ A utilização de SO e demais instrumentos de *equity-base performance linked*, conheceram uma forte implementação desde o início dos anos 90, FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh, “Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence, and Reform Perspectives”, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 1, n.º 3 (2004), p. 253.

reduzido *free-float* do capital das empresas cotadas em solo português. Esse reduzido *free-float* justifica uma outra evidência, que é a atribuição de SO quase que em exclusivo aos administradores de sociedades cotadas, sendo raros os casos em que os planos de SO se estendem aos quadros inferiores das sociedades concedentes.

Pelos motivos expostos, a presente dissertação abordará as SO numa perspetiva de instrumento de remuneração dos administradores (*Executive Stock Options*), apesar de certas considerações poderem igualmente ser aplicadas a SO atribuíveis a outros colaboradores (*Employee Stock Options*).

O reduzido estudo das SO em Portugal justifica o Capítulo I em que serão apresentadas as linhas gerais das SO, enquanto problema remuneratório e o seu enquadramento jurídico nacional, as vantagens e desvantagens associadas a este tipo de instrumento e os seus elementos essenciais, modalidade e figuras afins.

No Capítulo II procuramos desmontar aquilo que é – para nós – o Contrato de SO, propriamente dito, enquanto contrato que bebe dos contratos de opção financeiros e dos contratos de opção civis, enquadrando o mesmo no plano de SO, que envolve para além do contrato de SO outros instrumentos umbilicalmente ligados a este.

Um dos problemas em torno da remuneração é a sua estrutura, em que as formas e modalidades de remuneração têm-se revelado ineficientes na procura de um alinhamento entre os vários interesses em jogo na vida societária, incapaz de se estruturar no tempo, ou seja, a determinação da remuneração não têm tido em conta a própria dinâmica a que a vida societária e os mercados obrigam.

Essa dinâmica tem principal impacto nos instrumentos de remuneração que importam a sua concretização diferida no tempo, sendo um deles as SO, já que a remuneração é determinada, ou determinável, com base na realidade conhecida no momento da sua atribuição, que poderá ser outra no momento da sua efetivação (exercício).

Por sua vez, o dinamismo apresentado pela vida societária justifica o estudo apresentado no Capítulo III desta dissertação, em que, de uma forma expositiva e problemática, se apresentam as situações que mais poderão afetar as SO, procurando-se as possíveis soluções para mitigar tal impacto.

Os mecanismos legais, em princípio, poderiam ter um papel mínimo na análise desta figura, uma vez que o contrato ótimo é adotado em consonância com a dinâmica do mercado². Porém, não poderá ser esse o caso, dado que a dinâmica do mercado colide com o direito, enquanto instrumento de garantia dessa mesma dinâmica.

² Na perspectiva de FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh, *Executive Remuneration...*, *op. cit.*, p. 255.

CAPÍTULO I

AS STOCK OPTIONS: UM INSTRUMENTO REMUNERATÓRIO, ELEMENTOS, MODALIDADES E FIGURAS AFINS

1. UM INSTRUMENTO REMUNERATÓRIO

As *Stock Options* são instrumentos utilizados como complemento remuneratório, em que os trabalhadores de uma sociedade adquirem uma opção de compra de ações dessa mesma sociedade, a um valor e condições mais vantajosas do que aqueles que, no momento do seu exercício, seria apresentado pelo mercado. Instrumento cuidado, mas pouco, na regulamentação moderna relativa à remuneração dos administradores das sociedades anónimas.

Destarte, para se falar de SO temos necessariamente de enquadrar as mesmas num estudo mais amplo, a remuneração ou, mais concretamente, a remuneração dos administradores das sociedades anónimas³.

A remuneração tem sido abordada como um conflito de interesse, e feito correr tinta quanto aos problemas de agência, que pela mesma se resolvem ou agravam.

1.1 Remuneração dos administradores

A remuneração dos administradores das sociedades tem sido um dos temas mais debatidos no seio do estudo de *corporate governance*. Todavia, a lei em sentido formal não se tem debruçado sobre o tema com grande profusão.

Podemos dizer que a remuneração compreende um conjunto de meios financeiros colocados à disposição dos administradores, podendo compreender uma remuneração certa e uma remuneração variável, esta última compreender uma percentagem dos lucros do exercício, uma atribuição de ações, a utilização de bens da empresa para uso pessoal e/ou uma atribuição de opções sobre ações.

No Código das Sociedades Comerciais (CSC), o art. 399.º dispõe, no seu n.º 1, que é à assembleia geral de acionistas ou a uma comissão por aquela nomeada que cabe fixar as

³ HERMIDA, A. Tapia e FRADE, A. Tapia, “Stock Options (Opciones Sobre Acciones) y Planes de Stock Options Dirigidos a los Trabajadores (Employee Stock Options Plans – ESOPs)”, *Revista de Derecho Bancario e Bursátil*, n.º 87 (2002), p. 66.. Segundo estes autores só as SO dirigidas aos membros de direção levantarão problemas de *corporate governace*, o mesmo não acontecendo com os planos de SO direcionados a trabalhadores no âmbito de um contrato de trabalho perspectiva que abordamos.

remunerações de cada um dos administradores, tendo em conta as funções desempenhadas⁴. Desta forma é aos sócios que diretamente cabe a competência de determinar a remuneração dos administradores. Já o art. 429.º atribui essa competência, supletivamente, ao conselho geral e de supervisão.

Cabe dizer que, segundo o n.º 2 do art. 399.º, a remuneração pode ser certa ou consistir numa percentagem dos lucros⁵. Da letra da lei não nos é dada abertura para outras formas de remuneração variável como as SO, mas essa hipotética ilegalidade não tem sido questionada, como sublinha Pedro Maia⁶. Determinados autores⁷ defendem, inclusivamente, que a remuneração poderá ser, na sua totalidade, variável. Outros⁸ consideram que deverá existir, em qualquer caso, uma componente fixa.

1.2 Da admissibilidade das Stock Options

A Lei n.º 28/2009⁹, de 19 de junho, no seu art. 2.º, n.º 3, vem admitir a existência de remunerações variáveis de outro tipo, que não apenas parte dos lucros. Para efeitos do presente trabalho, a alínea c) daquele preceito dispõe a possibilidade de *existência de planos de atribuição de ações ou de opções de aquisição de ações por parte de membros dos órgãos de administração e de fiscalização*. Assim, podemos dizer que as SO são uma forma de remuneração variável admitida pelo legislador nacional.

Sendo esta a principal norma jurídica em sentido formal¹⁰, no contexto remuneratório português, em que se faz referência aos planos de opções de aquisição de ações, não são as únicas regras que cuidam da matéria em análise. Apesar de assumir outra natureza¹¹, existe entre nós uma crescente preocupação em desenvolver variadas recomendações que sirvam de

⁴ Aplicável aos modelos de governo clássico e anglo-saxónico: DIAS, Gabriela Figueiredo, “O Governo das Sociedades Anónimas”, AAVV. *O Governo das Organizações - A Vocação Universal do Corporate Governance*, Almedina, Coimbra (2011), p. 59.

⁵ Exceto para os membros da comissão de auditoria (cfr. 423-D, DO CSC).

⁶ MAIA, Pedro, “Corporate Governance em Portugal”, *Questões de direito societário em Portugal e no Brasil*, Almedina, Coimbra (2012), p. 75.

⁷ CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra (2012), p. 745, nota 1013.

⁸ GOMES, Fátima, *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra (2011), p. 436.

⁹ A Lei n.º 28/2009 tem como objeto, entre outros, a divulgação da política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização das entidades de interesse público (art. 1.º e Decreto-Lei n.º 225/2008, de 20 de novembro).

¹⁰ Também o Decreto-Lei n.º 88/2011, de 20 de junho, no seu anexo, paragrafo 24, al. s, aplicável ao setor bancário, faz referência a SO.

¹¹ CÂMARA, Paulo, *Código do Governo das Sociedades Anotado*, Almedina, Coimbra (2012), p. 13.

guião comportamental a adotar pelas sociedades (principalmente as cotadas). Falamos, entre nós, do antigo Código de Governo das Sociedades da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) de 2010¹², no seu ponto II.1.5.1, *vi*), o que refere a atribuição de opções como parte da remuneração variável. Por sua vez o atual Código de 2013¹³, no seu ponto III.7., mantém a referência à remuneração variável através de opções. É possível afirmar que nestas opções caberão as SO e, por esse facto, esta norma, no seguimento do que se tem adotado a nível internacional¹⁴, limita o exercício das opções ao decurso de um período mínimo.

As SO beneficiam de um tratamento mais cuidado no Regulamento da CMVM n.º 4/2013, 18 de julho de 2013, onde no seu anexo I (Modelo de Relatório de Governo das Sociedades) ponto VI, se faz referência direta aos planos de atribuição de ações ou opções sobre ações.

Não é porém regra no nosso código, tendo este apenas adotado uma limitação temporal de três anos para o exercício das opções (período de espera), mas existe noutras jurisdições uma limitação de outro nível, isto é, o exercício de opção também se encontraria limitado até à verificação do termo do mandato¹⁵. Apesar de esta solução não se encontrar prevista no nosso ordenamento não seria algo descabido, uma vez que a lei portuguesa estabelece um limite de quatro anos por mandato (art. 391.º, n.º 3 e art. 425.º, n.º 2 do CSC).

Estas soluções são influência clara das recomendações n.º 2004/913/CE e n.º 2009/384/CE da Comissão Europeia. A primeira, relativa à instituição de um regime adequado de remuneração dos administradores de sociedades cotadas, contém nas secções IV e V, um elenco de diretrizes referentes à remuneração em opções, onde se destaca a *necessidade de aprovação prévia pelos acionistas de todos os esquemas de remunerações assentes em ações*

¹² Disponível em:

<http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Documents/CodigodeGovernoDasSociedadesCMVM2010.pdf>

¹³ Disponível em:

<http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Documents/Código de Governo das Sociedades 2013.pdf>

¹⁴ GOMES, Fátima, “Remuneração de administradores de sociedades anónimas «cotas», em geral, e no sector financeiro em particular”, *I Congresso, Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra (2011), p. 308.

¹⁵ GOMES, Fátima, “Remuneração...”, *op. cit.*, p. 308. Opção tomada pelo Banco Espírito Santo, S.A. (BES), no seu “Plano de Remuneração Variável em Instrumentos Financeiros”, art. 12.º, até ao limite mínimo de até duas vezes a remuneração total anual, exceto das que necessitem de ser alienadas com vista ao pagamento de impostos resultantes do benefício da sua alienação.

ou opções sobre ações¹⁶. A segunda recomendação mais releva para o caso em apreço, estabelecendo a necessidade de as sociedades prestarem informações relativas ao modo como pretendem obter as ações exigidas para fazer face à obrigação de entrega das mesmas, se serão adquiridas no mercado, se já existem em autocarteira, ou haverá a emissão de novas ações.

1.3 Conflito de interesses e Teoria da Agencia

Um conflito de interesses pressupõe dois interesses divergentes. Estes poderão surgir entre o interesse particular da sociedade e o interesse público¹⁷, isto é, o das sociedades na preservação da sua autonomia privada e interesse do Estado em controlar o rendimento dos administradores – numa lógica de tutela do mercado. O conflito de interesses é normalmente dirimido por intervenção da lei, contudo, nem sempre é esta capaz de resolver todas as divergências, muito menos aquelas que surjam no âmbito das relações económicas (sempre mais criativas do que a estatuição do legislador).

Para o nosso estudo cabe expor os conflitos de interesses que podem surgir no âmbito da relação societária – ou existem em estado latente. O primeiro conflito de interesses a considerar é o aquele surge com maior frequência nas sociedades comerciais europeias, dado que a sua estrutura societária é tradicionalmente concentrada (*blockholding companies*). Falamos do conflito entre os pequenos e os grandes acionistas (minoritários e majoritários).

Um segundo conflito de interesses é o que existirá entre os administradores, acionistas e sociedade, por um lado, e os interesses dos *stakeholders*¹⁸, por outro.

Mas o conflito que nos cabe cuidar, apesar de não ser o mais comum no mercado nacional, consiste nos interesses contrapostos que surgem da relação entre administradores e acionistas. De um lado o interesse do administrador em obter resultados a curto prazo, com uma intenção de obter proveitos imediatos (bónus, ou outras formas indiretas de remuneração), e do outro lado o interesse a longo prazo do acionista em ver o valor da empresa crescer gradualmente (quer por via da distribuição de dividendos, quer por via da valorização da sua participação).

¹⁶ GIÃO, João Sousa, “Conflito de Interesses entre Administradores e Accionistas na Sociedade Anónima: Os Negócios com a Sociedade e a Remuneração dos Administradores”, in *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro – “Um Balanço a partir da Crise Financeira”*, Almedina, Coimbra (2010), p. 270.

¹⁷ SIMÃO, Carita, “A remuneração dos Administradores das Sociedades e as suas implicações no contexto da crise Financeira Mundial”, in *Separata da Revista das Sociedades*, Ano II, Almedina, Coimbra (2010), p. 809.

¹⁸ Credores, concorrentes, fornecedores, sindicatos, associações empresariais, Estado, etc.

A remuneração dos administradores tem sido tratada como fonte de conflito de interesses¹⁹, isso deve-se à dissociação entre o controlo e a propriedade do capital social. Não se pode dizer que a remuneração em si seja necessária e automaticamente uma fonte de conflito, uma vez que o contrato entre o administrador e os acionistas envolverá uma negociação e aprovação prévia, podendo surgir desse contrato, não raras vezes mal desenhado, o próprio conflito. O problema surge, malgradadamente, ao aflorarmos e protelarmos a análise do tema²⁰.

A redação contratual envolve necessariamente problemas de racionalidade limitada dos próprios operadores económicos (problemas de imprevisibilidade, linguagem, custos de redação, etc.), envolve questões de informação privada (assimetria de informação, possibilidade de oportunismo pré-contratual, etc.) e informação incompleta, que por sua vez gera oportunismos pós-contratuais (*moral hazard*, o atraso e onerosidade da justiça).

A questão em torno dos contratos incompletos leva-nos ao problema de alinhamento de incentivos (por vezes mal direcionados, conduzem a soluções contrárias àquelas que tiveram por base a sua previsão²¹), sendo um dos mecanismos utilizados para ultrapassar essa dificuldade as SO(o que para alguns²², poderá ser antes uma agravante do problema).

Do que ficou dito cabe enquadrar este conflito na *agency theory*²³. No presente estudo, a questão anda em torno da relação entre o *ownership* e o *management*, respetivamente, principal e agente. A *agency* é a relação entre alguém que gere interesses ou bens alheios e os titulares desses interesses ou bens²⁴. O administrador deve exercer a sua função no interesse e

¹⁹ Sobre o tema: GIÃO, João Sousa, “Conflito de Interesses...”, *op. cit.*, p. 268-291.; SIMÃO, Jorge Carita, “A remuneração dos Administradores...”, *op. cit.*, p. 809-819.

²⁰ Determinados autores que defendem que a remuneração não é um problema, que o mesmo apenas surge das falhas de identificação dos problemas de *governance* nos *dispersed ownership systems*, contrapostos por FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh, “Executive Remuneration...”, *op. cit.*, p. 255.

²¹ GIÃO, João Sousa, “Conflito de Interesses...”, *op. cit.*, p. 269.

²² JONHSON, Calvin H., *Why Stock and Stock-Options Compensation are Such a Terrible Idea*, este autor realça a assunção do risco por parte dos *Options Holders* desconsiderando a aversão ao risco dos Shareholders; MARTIN, Kenneth, THOMAS, Randall, *When it's enough, enough? Market Reaction To Highly Dilutive Stock Options Plans and the Subsequent Impact On CEO Compensation*, onde estes autores realçam o problema da diluição do valor da empresa por um maior número de títulos e a consequente perda de valor para os acionistas originários; FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh, “Executive Remuneration...”, *op. cit.*, p. 258. Estes autores apresentam a perspectiva da remuneração como um custo de agência.

²³ Tendo a amplitude e interpretação atual baseada no estudo de JENSEN, Mechael e MECKLING, William, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* (1976).

²⁴ SIMÃO, Jorge Carita, “A remuneração dos Administradores...”, *op. cit.*, p. 810.

por conta dos acionistas e em termos ideais atuaria sempre de acordo com aquilo que estes desejariam, dado que os administradores mais eficientes ultrapassariam aqueles que não o são. No entanto, não é isso que se verifica, tendo a prática revelado que o administrador tem em relação aos sócios um acesso privilegiado à informação e por vezes abusa dessa posição (o chamado risco moral ou *moral hazard*).

Dentro desta temática das SO, os estudos sobre as teorias da agência têm procurado provar que as SO levam a uma assunção exagerada do risco por parte dos administradores, para a que se verifique um aumento do valor das suas opções, ou que, contrariamente, o ganho potencial é quase certo e por esse motivo os administradores não assumem o risco de negócio esperado, prejudicando os investidores²⁵.

Daí a procura recente pelo alinhamento ideal de interesses entre administrador e acionistas, sendo esse obtido através do pacote remuneratório ideal²⁶. Mas um pacote remuneratório mal desenhado pode criar situações adversas, podendo constituir um incentivo à destruição de valor da sociedade.

O problema de alinhamento de incentivos tem abordagens diferentes conforme a estrutura acionista apreciada, pois podemos estar perante sociedades de capital disperso (*dispersed ownership companies*) caso em que o *moral hazard*²⁷, *earning retention*²⁸, *time horizon*²⁹, e *managerial risk aversion*³⁰ são as principais fontes de conflito. Já nas sociedades de capital concentrado (*blockholding companies*), as fontes de conflito encontram-se nas relações entre os acionistas que têm o controlo e aqueles que não o têm. Em virtude do exposto, a nossa análise assume uma outra importância nas sociedades de primeiro tipo.

²⁵ MARTIN, Geoffrey P., *Executive Stock Options as Mixed Gambles: Revisiting the Behavioral Agency Model* (2013), pp. 10-12.

²⁶ GOMES, Fátima, “Remuneração...”, *Direito...*, cit., pp. 309 e 310.

²⁷ Tendência para os administradores tomarem decisões que melhor servem os seus interesses.

²⁸ Retenção de rendimentos, em detrimento da sua distribuição, por forma a aumentar a dimensão da sociedade e consequentemente para que os administradores aumentem o seu poder.

²⁹ Os *cash flows* podem ser manipulados temporalmente, para que os bónus possam ser atribuídos segundo a vontade dos administradores.

³⁰ Adopção de comportamentos que visem minimizar o risco que seria expectável adoptarem, por forma a protegerem a sua reputação, ou a minimizarem a exposição que certos investimentos podem ter na sua coparticipação (por serem detentores de opções ou de ações da sociedade).

2. VANTAGENS E DESVANTAGENS DAS *STOCK OPTIONS*

As SO são sobretudo implementadas nas empresas de grande dimensão, uma vez que os custos associados a estes planos são elevados devido aos avultados encargos administrativos. Já as PME não costumam apresentar na sua estrutura este tipo de planos, justificado pela detenção concentrada do seu capital, ou mesmo por não serem sequer sociedades anónimas.

Não obstante, as SO poderão ser aliciantes para sociedades de média dimensão com uma forte componente de crescimento, nomeadamente empresas em que o capital humano é determinante, ou aquelas com uma forte componente tecnológica. Poderá ainda ser interessante para *startups*, quando a capacidade financeira seja escassa, como forma de remuneração dos colaboradores³¹ e principalmente dos administradores.

O relatório da Comissão Europeia de junho de 2003³² apresenta os prós e contras das SO na perspetiva dos principais interessados, sejam eles acionistas e investidores, a sociedade ou os colaboradores. Cabe fazer referência aos dois primeiros.

Numa primeira perspetiva as vantagens são a resolução, em parte, do chamado *principal-agent problem*, em que há uma redução de custos de monitorização, uma vez que permitirá há um alinhamento de interesses^{33, 34}.

Como desvantagem são apontados os elevados custos que estes planos têm para os acionistas, ou porque é necessário a compra de novas ações (com redução do lucro da sociedade), ou a emissão de novas ações (diluindo assim o valor das já existentes³⁵).

Para a sociedade existem três grandes razões: (a) a motivação, (b) recrutamento e retenção de pessoal e (c) razões ligadas ao capital e liquidez. Quanto à primeira razão, as SO criam uma maior ligação e envolvimento em relação à sociedade³⁶. Passando o pessoal a ser detentor de capital, transmite-se a ideia de que estão a trabalhar para um objetivo comum. Relativamente

³¹ OLIVEIRA, António Fernandes de, “Remuneração de Administradores e Planos de Aquisição de Acções”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 19 (2004), p. 40.

³² Comissão Europeia, Direção-Geral da Empresa, *Opções de Ações para Empregados, o enquadramento jurídico e administrativo dos planos de opções de ações para empregados da UE*, junho de 2003.

³³ ABREU, Jorge Coutinho de, *Governança das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra (2010), p. 88.

³⁴ O alinhamento surge pelo facto de o valor das ações serem um indicador mais fiável do valor da empresa, em comparação com outros, *e.g.* volume de negócios, lucros ou dividendos.

³⁵ MARTIN, Kenneth, THOMAS, Randall, *When it's enough, enough?...*, *op. cit.*, e Gomes, Fátima, *O Direito aos Lucros...*, *op. cit.*, p. 474.

³⁶ Tem-se defendido que a aplicação destes planos se deve restringir aos quadros mais elevados das empresas, dado que a influencia individual dos colaboradores de base é muito reduzida no impacto dos resultados da sociedade, existindo, além disso, um problema incontornável que é o chamado *free-rider*.

à segunda razão, a retenção de pessoal é determinante em sectores bastante competitivos em que a mobilidade de trabalhadores é constante e se pretende manter na sociedade esse capital humano, quer por serem únicos no que fazem, quer pelo investimento que neles é feito³⁷. Quanto à última razão, a remuneração através de SO não tem impacto na tesouraria das sociedades, no caso de a mesma se realizar através da emissão de novas ações. Ou poderá ser, pelo menos diferida, no caso de se ter de adquirir ações no mercado. Para a sociedade apenas se verificará um custo de oportunidade (a diferença entre o valor de exercício e aquele que teria encaixado se fosse ao mercado vender as ações). Esse custo, com impacto contabilístico diferido³⁸, por sua vez, é dedutível a nível do lucro tributável, o que lhe confere impacto fiscal positivo no final do exercício.

Vantagem para ambos, acionista e sociedade, surge da criação de incentivos, pela detenção de ações, que levarão ao aumento do valor da sociedade (*shareholder value*³⁹) e incentivarão os administradores à assunção de risco.

3. ELEMENTOS

Como referido anteriormente serão elementos⁴⁰ das SO o ativo subjacente, o preço de exercício, o valor do ativo, o período de espera, o período de exercício e o prémio pelo direito de opção.

3.1 Ativo subjacente

Ativo subjacente é o bem a que está adstrita a opção e que, no contexto em análise, serão as ações da sociedade, ou de outra sociedade do grupo, que no momento de exercício o beneficiário poderá adquirir, se optar por exercer a opção.

3.2 Preço de exercício

O preço de exercício ou também chamado preço de aquisição ou de execução (*strike price*) é o preço pré-determinado (ou predeterminável) para aquisição do ativo subjacente e que, no

³⁷ Uma das críticas dirigidas contra as SO é que a prática levou ao *repricing* das opções, em períodos de descapitalização bolsista de forma a manter esses quadros nas sociedades, CÂMARA, Paulo, *Código do Governo...*, *op. cit.*, p. 197.

³⁸ Gomes, Fátima, *O Direito aos Lucros...*, *op. cit.*, p. 473

³⁹ Gomes, Fátima, *O Direito aos Lucros...*, *op. cit.*, p. 473, nota 1112.

⁴⁰ Seguimos de perto MADRID, Elena Merino, “Funcionamiento y modalidades de opciones sobre acciones (Stock Options) como sistema retributivo”, AAVV, *Revista de Trabajo y Seguridad Social*, n.º 339, Madrid (2011), pp. 99-109.

caso de a opção ser exercida, será o preço a pagar pelo beneficiário para adquirir a sua titularidade.

Se o preço de exercício for fixo no momento da celebração do contrato, o mesmo poderá ter três qualificações distintas: (i) *in the Money*: em que o preço de exercício é inferior ao preço de cotação atual, estaríamos perante opções a desconto, (ii) *at the Money*: em que o preço de exercício é igual ao preço de cotação atual do ativo subjacente e (iii) *out of the Money*: em que o preço de exercício é superior ao preço de cotação atual, estaríamos perante opções a prémio.

3.3 Valor do ativo

Preço do ativo é o valor que tem o ativo subjacente durante o período de exercício, o valor de referência (*spot price*). Preço, este, facilmente determinável se as ações se encontrarem admitidas à negociação em mercado regulamentado. O mesmo é determinante para o beneficiário escolher o momento em que exerce o seu direito.

3.4 Período de espera

Período de espera⁴¹ ou de exclusão é o período durante o qual o beneficiário das opções não pode exercer o direito de opção.

3.5 Período de exercício

Período de exercício é o período durante o qual o beneficiário pode exercer o direito de opção, caso o pretenda. Só será vantajoso para o beneficiário se o preço de mercado for superior ao preço de exercício, caso contrário não exerce a opção. É dada uma janela temporal para que o beneficiário possa optar pelo momento da aquisição e continuar a incrementar valor à sociedade.

3.6 Prémio pelo direito de opção

Prémio por direito de opção (ou simplesmente preço de opção) é o preço que o beneficiário paga pelo direito de opção. Este prémio não é uma contrapartida financeira que o beneficiário paga ao titular das ações, é antes uma contrapartida em género, ou seja o seu trabalho.

⁴¹ Também conhecido como *vesting period*, BUENO, M. Córdoba, *Guía de las Stock Options*, Deusto, Bilbao (2001), p. 15.

4. MODALIDADES

As SO não são todas iguais, podendo-se distinguir entre várias modalidades em função das condições que estabelecem, bem como pelas diferentes características que apresentam os seus elementos.

As diferentes modalidades de SO foram surgindo como respostas às críticas a que a estas foram sendo apresentadas, quanto à formação do seu preço de exercício, período de espera, período de exercício, entre outros. As várias modalidades chegam mesmo a apresentar denominações próprias que de certa forma se apresentam como uma evolução das tradicionais SO.

4.1 Traditional Options

São SO simples em que o preço de exercício é fixado *at the Money*, surgindo o benefício num momento quase imediato à concessão da opção, não havendo qualquer necessidade de esforço por parte do beneficiário para começar a surgir uma expectativa de ganho futuro.

Uma das críticas às *traditional options* é não haver qualquer tipo de risco para o beneficiário.

4.2 Premium Options

Estas SO caracterizam-se pela formação do preço de exercício, sendo este fixado muito acima da cotação bolsista que o ativo subjacente apresenta no momento da atribuição do direito de opção. Esta modalidade assegura que só no caso de a ação atingir um determinado valor é que será vantajoso exercer a opção. Desta forma, ficará garantido que o beneficiário terá de atingir um patamar mínimo de ganhos exigidos pelos acionistas.

Este tipo de SO apenas deverá ser utilizado em sociedades com grandes perspetivas de crescimento⁴², e mesmo nesse caso a fixação do preço de exercício terá de ser bem ponderado, sob pena de se tornar demasiado ambicioso e levar a que até o administrador mais diligente não esteja disposto a assumir riscos que ponham em causa a sua remuneração fixa.

4.3 Performance-vested Options

As *Performance-vested Options* são opções que apenas poderão ser exercidas caso a cotação do ativo subjacente atinja um determinado valor, muito acima do valor que estas apresentam no momento da concessão da opção, independentemente do preço de exercício.

⁴² MADRID, Elena Merino, “Funcionamiento y modalidades de opciones...”, *op. cit.*, p.104.

Poderá exigir-se que o valor do ativo subjacente se mantenha durante um determinado período de tempo, um mês ou um ano, acima desse valor. A utilização deste tipo de opções será similar às das *premium options*. O exercício também poderá estar condicionado a outro tipo de objetivos (volume de vendas, EBITDA, lucros, etc.), aplicável conforme o objetivo atribuído ao beneficiário⁴³.

4.4 Purchase Options

Nesta modalidade de SO o beneficiário terá de satisfazer uma parte do preço de exercício no momento da formação do contrato. Poderá pagar entre 5% a 10% do seu valor. No momento do exercício o beneficiário apenas pagará o remanescente. Contudo, no caso de o beneficiário não exercer a opção, o dinheiro adiantado não será restituído⁴⁴.

4.5 Repriceable Options

A característica principal destas SO é a possibilidade de modificar o preço de exercício em momentos posteriores à concessão da opção no caso de ocorrerem quedas significativas do valor do ativo subjacente por causas alheias à gestão da sociedade.

Mesmo aqueles que defendem este tipo de SO afirmam que a haver uma reapreciação do preço de exercício o período de espera deve ser dilatado⁴⁵.

4.6 Reload Options

Nesta modalidade de SO a sociedade permite aos beneficiários do seu plano de opções uma recarga desse plano com novas opções quando o exercício se efetue em momento anterior ao vencimento do período de exercício. Nestes casos, o beneficiário pagará o preço de exercício das opções mediante a entrega de ações que já possua da sociedade, as quais são avaliadas segundo o valor de cotação ao momento do exercício. Posteriormente, o beneficiário receberá novas opções, no mesmo número das anteriormente entregues, vencendo normalmente no mesmo momento das antigas opções e o preço de exercício será fixado pelo valor da cotação no momento da recarga⁴⁶.

⁴³ YELPO, Pablo Collazzo, “Retribución ajustada a rendimiento relativo: el caso de las opciones indizadas”, in *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 23 (2004), p. 150.

⁴⁴ HERMIDA, A. Tapia e FRADE, A. Tapia, “Stock Options (Opciones Sobre Acciones)...”, *op. cit.*, p. 122.

⁴⁵ MADRID, Elena Merino, “Funcionamiento y modalidades de opciones...”, *op. cit.*, 2011, p.105. A título de exemplo: imaginado que o período de espera era de três anos, e ao fim de dois anos e meio há uma reapreciação do preço de exercício. Não se exigirá que, a partir da reapreciação o período de espera seja de três anos, mas no presente exemplo que seja de pelo menos um ano.

⁴⁶ MADRID, Elena Merino, “Funcionamiento y modalidades de opciones...”, *op. cit.*, p.106.

4.7 Indexed Options⁴⁷

Nesta modalidade a característica essencial prende-se com a determinação do preço de exercício, uma vez que apenas se fixará no momento seu do exercício. O preço de exercício oscila em função de um *index*, determinado no momento da concessão das opções.

O índice a utilizar poderá ser um índice bolsista (e.g. PSI 20, IBEX 35), ou uma média da evolução de um determinado grupo de ações (normalmente, um grupo de concorrentes⁴⁸). Com este tipo de instrumento apenas haverá lugar a benefício no caso das ações da sociedade se encontrarem acima da média, o que permitirá gerar valor para os beneficiários quer em ciclos de crescimento bolsista quer em ciclos de desvalorização. Neste tipo de planos uma cláusula de *repricing* não fará sentido.

Além da criação de valor em ciclos de mercado opostos, este tipo de planos limita os ganhos obtidos pelos beneficiários. Se o ativo subjacente obtiver uma valorização de 100%, mas o mercado (índice, ou concorrentes) valorize os mesmos 100%, os beneficiários, em princípio, não acrescentaram valor relativo à sociedade. Se estivessemos perante SO tradicionais, os beneficiários obteriam um ganho exponencial sem lhe poder ser atribuído todo o crescimento verificado, havendo claramente condições externas à sociedade e aos comportamentos dos beneficiários que levaram a um crescimento exponencial do valor do ativo subjacente.

4.8 Função e Objetivos

No momento em que uma sociedade determinar a concessão de SO, deverá ter em conta quais os objetivos e funções que pretende atingir com a mesma. Além dos objetivos, deverá atender ainda às características da sociedade e do mercado (dimensão e evolução).

Se a tendência de mercado no momento da concessão é de subida, será conveniente optar entre *premium options* e *performance-vested options*. Se a tendência for antes de descida, a melhor opção será as *repriceable option*. Se, por sua vez, o mercado for volátil, a melhor opção será as *indexed options*. Qualquer destas modalidades será compatível com as *purchased options* e *reload options*⁴⁹.

⁴⁷ Com mais desenvolvimentos, YELPO, Pablo Collazzo, “Retribución ajustada...”, *op. cit.*, pp. 151 a 160.

⁴⁸ Num mercado como o português será difícil encontrar um grupo de concorrentes que possam servir de base para um índice, quer pelo facto de o mercado ser muito reduzido, quer pelo facto de as sociedades cotadas em bolsa apresentarem uma diversificação de atividades elevada, e mesmo que se encontrem semelhanças no seu *core business*, este muitas vezes representa menos de 50% do valor da sociedade cotada.

⁴⁹ MADRID, Elena Merino, “Funcionamiento y modalidades de opciones...”, *op. cit.*, p.109.

5. FIGURAS AFINS

Os instrumentos que se apresentam de seguida são também mecanismos remuneratórios com finalidades próximas, embora com características que os distanciam das SO, tal como estas são caracterizadas no presente estudo.

Estas figuras são a par das SO mecanismos que têm por base elementos representativos do capital próprio da sociedade (*equity-based compensation plans*). Todavia, estes ditos mecanismos afastam-se das SO dado não conduzirem a uma participação direta no capital da sociedade, tal entendemos ser uma verdadeira SO. Nestes instrumentos, o beneficiário não adquire qualquer ativo (*e.g.* ações da sociedade), antes retira benefícios diretos sem empregar qualquer esforço (ou recair sobre ele qualquer risco).

5.1 Stock Appreciation Rights (SAR)

As *Stock Appreciation Rights* atribuem um direito de receber um bônus igual à valorização das ações da sociedade ao longo de um período determinado. Como as SO, as SAR beneficiam o seu titular caso se verifique um aumento no preço das ações, a diferença sendo que o trabalhador não é obrigado a pagar o preço de exercício (como acontecem nas SO), apenas recebendo a diferença entre o preço de exercício e o valor do ativo subjacente no momento de execução, em dinheiro ou em ativos. São opções de liquidação financeira, ao contrário das SO⁵⁰, que são opções de liquidação física. O que as distingue as SO das SAR é a sua liquidação automática: os pagamentos são realizados em data fixa, pré-determinada. Não há lugar a uma demonstração de vontade do beneficiário, posterior ao momento da concessão do direito, não será considerada uma opção.

⁵⁰ Neste ponto não acompanhamos Javier Jiménez (JIMÉNEZ, Javier Ibáñez, *Stock Options, regulación, economía, política retributiva y debate social*, Dykinson, Madrid (2000), p. 75. Este autor qualifica as Stock Appreciation Rights como uma modalidade de SO, uma vez que para o autor não deixamos de estar perante uma SO mesmo que não exista uma contraprestação, ou seja, um preço de exercício. No nosso entender, para estarmos perante uma SO haverá de ter lugar ao pagamento do preço de exercício, elemento das SO, como se encontra referido no ponto 2.2 do presente Capítulo, e como afirma HERMIDA, A. Tapia e FRADE, A. Tapia, “Stock Options (Opciones Sobre Acciones)...”, *op. cit.*, p. 86, as Stock Appreciation Rights pouco ou nada têm de opção porque não há uma faculdade de comprar as ações apenas existe um direito à diferença económica sem a necessidade de celebrar outro contrato.

5.2 Phantom Stock

As Phantom Stock são simplesmente uma promessa de pagar, em dinheiro, um bônus em montante equivalente ao valor de um determinado número de ações da sociedade ou o aumento do valor destas, verificado num determinado período de tempo⁵¹.

Estes tipos de instrumentos são utilizados não só por sociedades cotadas, mas também por sociedades não cotadas. Para estas últimas será mais difícil determinar qual o valor do bônus a atribuir, contanto que este mecanismo incide sobre capitais teóricos ou hipotéticos. O valor do bônus terá de ser aferido por métodos de avaliação (valor contabilístico, múltiplos, ou outras técnicas).

Outra diferença é que neste tipo de mecanismos sobre capitais hipotético,s o beneficiário poderá receber o dividendo incorporado (*phantom dividends*⁵²). Uma das suas desvantagens será a perda de liquidez para a sociedade.

5.3 Phantom Options

Esta modalidade de retribuição é bastante semelhante à anterior, a grande diferença sendo que, neste caso, há uma verdadeira opção⁵³. O beneficiário poderá optar pelo seu exercício e caberá sempre sobre o capital hipotético de sociedades não cotadas.

5.4 Performance Shares

O que se procura através deste tipo de retribuição é que os seus beneficiários atinjam determinados objetivos e, em contrapartida lhes sejam entregues ações ou o diferencial do valor verificado num determinado momento.

5.5 Vesting Rights Stock, Restricted Stock

Não se tratam de opções, mas de uma verdadeira entrega de ações aos beneficiários de um programa de incentivos em capital. Durante o período do programa, o beneficiário tem direito aos dividendos, e poderá ter outros direitos económicos. Estes programas encontram-se ligados deveres de permanência e de fidelidade que recaem sobre os administradores (normalmente os beneficiários). São utilizadas por sociedades que atuam em sectores de risco ou em crescimento.

⁵¹ Por exemplo, uma empresa poderia prometer a X, seu novo funcionário, que lhe pagaria um bônus a cada cinco anos igual ao aumento do valor patrimonial da sociedade, referente a um número de ações. Ou poderia prometer a pagar-lhe um montante igual ao valor de um número fixo de ações, no momento em que a promessa é feita.

⁵² JIMÉNEZ, Javier Ibáñez, *Stock Options...*, *op. cit.*, p. 90

⁵³ JIMÉNEZ, Javier Ibáñez, *Stock Options...*, *op. cit.*, p. 92

A sociedade poderá prever a possibilidade de recompra das ações, normalmente ao valor nominal ou áquele que as mesmas tinham no momento da sua atribuição se estiverem *partially vested*, ou ao seu valor de mercado caso já se encontrarem *full vested*⁵⁴.

5.6 Tracking Stock⁵⁵

São uma modalidade de ações caracterizada por ter uma *performance* avaliada em função da evolução de determinado resultado económico de uma área ou sector de atividade. Os seus titulares beneficiam de uma participação especial nos lucros produzidos pelo sector de atividade a que estes se encontrem adstritos.

Este tipo de incentivos é utilizado em sociedades com áreas de atuação bastante diversificadas ou geograficamente dispersas.

⁵⁴ Estes programas são usualmente progressivos, em que a plena transferência da propriedade se dá gradualmente, num programa de cinco anos poderá ser de 20% ao ano. Estarão *full vested* aquelas ações que já serão propriedade do administrador, e *partially vested* as restantes, JIMÉNEZ, Javier Ibáñez, *Stock Options...*, *op. cit.*, p. 96 e ANDRÉS, Aníbal Sánchez, “Las Llamadas Stock Options y las Fórmulas Mágicas de la Ciencia Jurídica”, in AAVV., *Derecho de sociedades: libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, Vol. 2, McGraw-Hill, Madrid (2002), p. 1496.

⁵⁵ Para mais desenvolvimentos, entre nós Gomes, Fátima, *O Direito aos Lucros...*, *op. cit.*, pp. 385 e seg., caracterizando como modalidade afim das SO, JIMÉNEZ, Javier Ibáñez, *Stock Options...*, *op. cit.*, pp. 96 e seg.

CAPÍTULO II

DO CONTRATO DE STOCK OPTIONS

1. ENQUADRAMENTO

As estruturas remuneratórias têm sido objeto de muito estudo devido à procura incessante de um alinhamento de interesses ótimo, difícil de encontrar, entre os administradores e os acionistas. Esta busca deve-se aos “elevados” níveis de remuneração dos executivos verificados nas últimas décadas. As opções tomadas com o fundamento de que os níveis atingidos se devem à *performance* corporativa beneficiaram os acionistas e, portanto, continuam a ser defendidas.

Contudo, continuam a verificar-se situações em que, mesmo com remunerações elevadas os seus beneficiários têm destruído valor e por esse facto os níveis de remuneração deverão ser restringidos. Esses altos níveis remuneratórios devem-se, em grande parte, à explosão da utilização de SO verificada entre 1992 e 2002. A remuneração dos administradores nas empresas do S&P 500 mais do que triplicou nesse período. Em 1996, mais de 50% da remuneração variável provinha das SO e em 2000 já representavam mais de 50% da remuneração total⁵⁶. Casos paradigmáticos são os da Enron e da Worldcom, em que se falseou os resultados contabilísticos com o fim de valorizar as empresas e, conseqüentemente, as opções dos administradores.

Na Europa a atribuição de SO e outros *equity-based plans* foram criticados devido aos abusos verificados em sociedades privatizadas⁵⁷, nomeadamente nas que atuavam em áreas económicas essenciais (energia, telecomunicações, etc.).

São apontadas três grandes razões ou elementos de controvérsia em torno das remunerações⁵⁸. São elas (i) a estrutura de remuneração, (ii) o *governance*, ou o processo pelo qual os contratos de remuneração são adotados e (iii) o *disclosure*. A estrutura será, parcialmente⁵⁹, estudada nesta dissertação.

⁵⁶ MURPHY, Kevin J., *Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There* (2012), p. 72.

⁵⁷ JIMÉNEZ, Javier Ibáñez, *Stock Options...*, *op. cit.*, p. 35.

⁵⁸ FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh, “Executive Remuneration...”, *op. cit.*, p. 254.

⁵⁹ Uma vez que o nosso estudo só incidirá sobre as SO.

2. DA ESTRUTURA DA REMUNERAÇÃO E OS PROBLEMAS LEVANTADOS PELAS STOCK OPTIONS

Um dos primeiros problemas levantados quanto à estrutura remuneratória é a falta de ligação entre esta e a *performance* da sociedade. Devendo para o efeito haver uma ligação da estrutura remuneratória aos resultados contabilísticos ou aos resultados atingidos pela concorrência⁶⁰.

A alocação do risco é outro dos problemas. Os administradores não estão dispostos a aceitar uma remuneração totalmente baseada em incentivos ou critérios de *performance*, pois o risco⁶¹ conduziria necessariamente a uma variação indesejada dos seus níveis de remuneração. Este risco é visivelmente agravado quando a remuneração está ligada às SO – risco não diversificado – ao qual os administradores estariam completamente expostos. Estes últimos são adversos ao risco, o que poderá levar a que não assumam sequer o risco específico do negócio, prejudicando os acionistas.

Relacionado com o primeiro problema, é a determinação de quais os indicadores de *performance*. Esses indicadores deveriam refletir a contribuição e a responsabilidade assumida por cada beneficiário. Todavia, o trabalho desenvolvido por um administrador em particular poderá não ter impacto no valor da sociedade. Os indicadores mais comuns são os contabilísticos e o valor das ações. Os primeiros podem ter a vantagem de não se encontrarem, em regra, sujeitos a variações comum aos segundos. Mas apresentam o problema de não refletirem o valor futuro da sociedade. Os segundos, por sua vez, estão expostos a fatores que muitas vezes em nada refletem o estado da sociedade, fatores exógenos ao comportamento dos administradores. Apesar destes problemas, é através do valor das ações que melhor se reflete a saúde económica da sociedade e do acionista⁶².

Os problemas relacionados com as SO são também um problema de estrutura. Sendo um poderoso instrumento de incentivos, é difícil determinar a sua ligação à *performance* da sociedade. Por este facto se tem verificado uma evolução nas modalidades de SO como forma a minimizar tamanha dificuldade.

⁶⁰ FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh, “Executive Remuneration...”, *op. cit.*, p. 263.

⁶¹ Risco que assenta em fatores muitas vezes não controláveis pelos administradores (taxas de juro, volatilidade do mercado, problemas setoriais, etc.).

⁶² FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh, “Executive Remuneration...”, *op. cit.*, p. 269.

3. ESTRUTURA JURÍDICA DOS PLANOS DE STOCK OPTIONS

O plano de SO é comumente confundido com o contrato de SO. O plano envolve mais do que o simples contrato que atribui o direito – mas não o dever – de adquirir um determinado número de ações a um determinado preço, num determinado momento. O plano envolve um conjunto de instrumentos (usualmente contratos), afirmando-se que as SO têm uma natureza jurídica complexa⁶³, não se esgotando no contrato de opção.

Dentro do plano teremos um contrato de opção, um contrato de compra e venda de ações da sociedade que remunera através do plano e um ou vários contrato de garantia ou cobertura entre a sociedade e instituições financeiras⁶⁴.

3.1 Contrato de Opção

Contrato de Opção é a convenção em que uma das partes (o beneficiário/optante) adquire o direito potestativo de adquirir um determinado número de ações (ativo subjacente), da sociedade concedente, que se propõe atribuir uma remuneração variável, por determinado preço (preço de exercício) e numa certa data(s) (*stock option stricto sensu*). Desenvolveremos este instrumento *infra*.

3.2 Contrato de Compra e Venda de Ações⁶⁵

Este negócio jurídico só terá lugar caso o beneficiário exerça a sua opção (e no caso de existirem condições⁶⁶ para o exercício no contrato de opção elas se encontrarem cumpridas), no momento de exercício (ou momentos, dependendo do estipulado) ao preço de exercício pré-fixado, ou a determinar, a realizar entre este e a sociedade. O objeto do contrato será as ações da sociedade, ou de sociedades do grupo.

A sociedade entregará as ações, contra o pagamento do preço de exercício. Contudo, para o seu cumprimento, a sociedade deverá em momento prévio ao exercício deter as ações (com respeito ao regime do CSC, art. 316.º e seguintes), ter um contrato de provisão de ações com uma instituição de crédito, ou compra-las em mercado (o que acarreta custos elevados para a sociedade).

⁶³ HERMIDA, A. Tapia e FRADE, A. Tapia, “Stock Options (Opciones Sobre Acciones)...”, *op. cit.*, p. 78.

⁶⁴ Seguindo parcialmente, JIMÉNEZ, Javier Ibáñez, *Stock Options...*, *op. cit.*, ps. 35 e seg.

⁶⁵ JIMÉNEZ, Javier Ibáñez, *Stock Options...*, *op. cit.*, p. 41, para este autor, este contrato não é um elemento essencial do plano de SO, uma vez que este admite outras formas de SO, de que nós nos afastamos (*e.g. Stock Appreciation Rights*) onde há uma mera liquidação financeira; para nós este contrato é um instrumento facultativo ou incidental do plano de SO.

⁶⁶ JIMÉNEZ, Javier Ibáñez, *Stock Options...*, *op. cit.*, p. 40.

3.3 Contratos de Garantia ou Cobertura

Com a concessão de SO, a sociedade concedente assume riscos financeiros, isto porque entre a data da concessão e a data de exercício, o ativo subjacente tenderá a variar o seu valor em montante imprevisível.

De forma a mitigar esse risco, o concedente subscreve um ou vários contratos de cobertura que podem variar entre (i) contratos de cobertura direta do valor estimado do incentivo, em que a uma entidade financeira garantem em troca do pagamento de um prémio, o custo de cobertura da totalidade do risco que recai sobre a sociedade concedente, (ii) contratos de cobertura opcional, em que existe uma opção subsidiária e recompra de opção, sendo estes contratos cruzados subordinados à opção principal, em que uma instituição financeira adquire ações⁶⁷ (neste caso, com a obrigação de não exercer os direitos de voto e a não participação nos dividendos) ou a opção de compra de ações, de forma irrevogável, da sociedade concedente. Se as opções principais forem exercidas, a instituição financeira obriga-se a revender à sociedade a um preço pré-determinado e/ou (iii) contratos de permuta financeira, *swaps* (*equity swaps*), ou seguros.

4. O CONTRATO DE STOCK OPTIONS

4.1 Noção

Para podermos apresentar uma noção⁶⁸ do contrato de SO temos de ter em consideração os seus elementos – acima referidos – e a sua função.

⁶⁷ Deverá nestes casos atender-se ao constante no art. 316.º DO CSC.

⁶⁸ ⁶⁸ Para uma noção do ponto de vista do direito civil, FONSECA, Tiago Soares da, *Do Contrato de Opção: esboço de uma teoria geral*, Lex, Lisboa (2001), p. 21, [c]ontrato de opção consiste na convenção mediante a qual, uma das partes (concedente) emite a favor da outra (optante) uma declaração negocial, que se consubstancia numa proposta contratual irrevogável referida a um certo contrato (principal), fazendo nascer, nesta última um direito potestativo de decidir unilateralmente sobre a conclusão do mesmo.

Do ponto de vista do direito financeiro, ANTUNES, J. Engrácia, “Os Derivados”, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 30 (2008), [c]ontratos de opção são contratos a prazo que atribuem a uma das partes um direito potestativo de compra ou de venda de um activo subjacente por um preço e em (ou até) data predeterminados, a executar mediante liquidação financeira ou física, contra a prestação de pagamento de um prémio.

Stock Options na doutrina portuguesa: ABREU, J. Coutinho de, AAVV., *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Volume VI, Almedina, Coimbra, (2013), p. 357, A sociedade atribui aos administradores o direito potestativo de futuramente (dentro de um determinado período), ao preço logo fixado, adquirirem ações da sociedade de modo derivado (opção de aquisição em sentido estrito) ou subscrevendo novas ações e GOMES, Fátima, *O Direito aos Lucros...*, op. cit., p. 471-472, situação jurídica que se cria em benefício de alguém – dirigente, trabalhador ou outra pessoa –, atribuindo-se-lhe o direito de adquirir ações de uma sociedade, a própria emitente ou outra, mediante um preço predefinido, normalmente o valor nominal, num prazo que se

Relembramos que um contrato de SO é a convenção pela qual uma sociedade (concedente) atribui aos seus administradores (optantes), ou outros colaboradores, o direito potestativo, irrevogável, intransmissível e sob condições, de adquirir ou subscrever um certo número de ações da sociedade (ativo subjacente) – que se consubstancia na realização de outro contrato (compra e venda) –, ou outra em que se encontre numa relação de grupo, por um determinado (ou determinável) preço (preço de exercício ou *strick price*), após o decurso de um determinado prazo (período de espera ou *vesting period*) em (ou até) data predeterminada (período de exercício).

4.1.1 Um Contrato

As SO são concedidas através de um contrato – sendo que os direitos de opção não têm de resultar de um contrato⁶⁹ –, este deve, adequadamente, fazer referência ao contrato principal “em termos suficientemente completos e precisos”⁷⁰.

O contrato de SO é um contrato atípico puro⁷¹, uma vez que a sua disciplina jurídica não se encontra prevista na lei, mas poderá dizer-se nominado por a lei lhe fazer referência, ainda que indiretamente, quando admite a existência de planos de atribuição de opções de aquisição de ações como uma forma de remuneração⁷².

estabelece; o beneficiário fica investido numa situação de poder solicitar a subscrição ou aquisição das ações “prometidas”, nas condições acordadas, e a sociedade emitente na obrigação de lhe atribuir tais ações.

Em Espanha, BUENO, M. Córdoba, *Guía de las...*, op. cit., p. 15, *una stock option es un derecho que concede la empresa a sus colaboradores a comprar un cierto número de acciones de la misma a un determinado precio (precio de ejercicio) y durante un período de tiempo (vesting period)*; DOMÍNGUEZ-ALCAHUD, Jesualdo e MUNGUIRA, Juan, *Contrato Tipo de Stock Options y/o Colocación de Acciones entre Empleados*, Revista de Derecho de Sociedades, n.º 11 (1998), p. 319, *un acuerdo de voluntades en el que una de las partes – concedente de la opción – atribuye a la otra – beneficiario de la opción –, el derecho a decidir la celebración de un contrato durante cierto tiempo y en determinadas condiciones con exclusividad*; RUÍZ, Icíar Alzaga, *Las Stock Options – Un estudio desde el punto de vista del Derecho del Trabajo y de la Seguridad Social*, Civitas Ediciones, Madrid (2003), p. 43, *son contratos que confieren a su titular gratuitamente o por un precio determinado, le derecho de adquirir o suscribir un determinado número de acciones de la concedente o de una tercera sociedad del grupo, durante un plazo determinado (opción americana) o en una fecha concreta (opción europea) y, eventualmente, siempre que se cumplan ciertas condiciones adicionales.*

⁶⁹ ALMEIDA, Carlos Ferreira de, *Contratos, I*, Almedina, Coimbra (2003), p. 130, *e.g.* se forem atribuídos por deliberação dos sócios. O mesmo autor realça e distingue o contrato de opção, em que através deste se atribui a uma ou ambas as partes o direito potestativo de celebrar outro contrato (contrato optativo) e o contrato pelo qual se transmite um direito de opção, sendo este um contrato de cessão da posição contratual.

Outra forma de se ser titular de direitos de opções sobre ações é através de *warrants*, sendo estes, títulos mobiliários e não contratos.

⁷⁰ ALMEIDA, Carlos Ferreira, *Contratos...*, op. cit., p. 130.

⁷¹ VASCONCELOS, Pedro País, *Contratos Atípicos*, Almedina, Coimbra (2005), p. 211 e seg.

⁷² Artigo 2.º, n.º 3, al. c, da Lei n.º 28/2009, de 19 de junho.

Quanto à natureza jurídica deste contrato, questão não resolvida pela doutrina, considerando-se um contrato de natureza não homogénea, havendo uma grande dificuldade relativamente ao seu enquadramento jurídico⁷³, o que não é de estranhar, como se demonstra pelas diversas modalidades que o mesmo pode adotar.

O contrato de SO é um contrato unilateral ou bilateral, sendo em regra a unilateralidade, por só criar obrigações para o concedente da opção⁷⁴. Mas poderá ser bilateral, quando o beneficiário tem de pagar parte do valor do preço de exercício no momento da concessão da opção, como é o caso das *purchase options*. É, também, um contrato oneroso, mesmo que no momento da sua concessão não haja uma contraprestação correspondente por parte do beneficiário, defendendo-se que a sua ligação ao contrato de prestação de serviços/trabalho – oneroso de si – e no qual se funda o primeiro⁷⁵ confere onerosidade ao contrato de SO.

Um contrato de opção é um instrumento com uma estrutura complexa, como já *supra* referido, e altamente dinâmica⁷⁶. Complexa porque é um contrato preparatório intimamente relacionado com o contrato principal (aquisição ou subscrição de ações) que as partes têm em vista; dinâmico devido ao seu carácter preparatório sendo o veículo para o nascimento de um outro contrato.

4.1.2 Os Sujeitos

Dos sujeitos deste contrato podemos referir, por um lado, os beneficiários (ou optantes), que poderão ser qualquer colaborador ou apenas, e o mais comum, os seus administradores e por outro lado a sociedade (o concedente).

Entre os sujeitos contratuais existe, ou estará em vista, uma relação contratual, prévia à atribuição do direito de opção, de âmbito jus-laboral (um contrato de trabalho) ou de prestação de serviços. Esta relação prévia é essencial para que direito de opção possa vir a ser validamente atribuído. A relação contratual é condição para que o direito seja posteriormente atribuído de forma “gratuita”, isto porque os detentores das opções não terão de pagar qualquer prémio pelo direito de opção.

⁷³ VATINET, Raymonde, citado por Gomes, Fátima, *O Direito aos Lucros...*, *op. cit.*, p. 472, nota 1110.

⁷⁴ HERMIDA, A. Tapia e FRADE, A. Tapia, “Stock Options (Opciones Sobre Acciones)...”, *op. cit.*, p. 88, em que é a própria jurisprudência espanhola que caracteriza o contrato como unilateral (SSTS de 21-07-1993, 21-07-1993 e 31-7-1996).

⁷⁵ HERMIDA, A. Tapia e FRADE, A. Tapia, “Stock Options (Opciones Sobre Acciones)...”, *op. cit.*, p. 89.

⁷⁶ FONSECA, Tiago Soares da, *Do Contrato de Opção...*, *ob. cit.*, p. 28.

Cumpra aqui mencionar que a atribuição de direitos de opção sem a contrapartida do prémio será considerada uma liberalidade vedada pelo direito societário (art. 6.º do CSC).

4.1.3 O Direito potestativo, irrevogável, intransmissível e sob condição

A sociedade através do contrato de opção emite a proposta contratual, com um conteúdo determinado e dirigido a um certo contrato, encontrando-se numa posição de sujeição, ficando a conclusão do negócio dependente apenas da iniciativa do beneficiário. Por seu turno, o beneficiário não fica constituído em qualquer obrigação de contratar, sendo totalmente livre de optar. O beneficiário fica assim com a segurança de que pode livremente provocar o nascimento de um novo contrato (aquisição ou subscrição de ações), cuja conclusão depende de si, e dispondo de tempo para o decidir. Poderemos dizer que o beneficiário dispõe de um direito de natureza potestativa⁷⁷.

O contrato de opção consistirá numa proposta contratual irrevogável convencionada⁷⁸, mas se grande parte dos contratos de SO são contratos unilaterais, não surgindo obrigações para o beneficiário, esta tornar-se-á irrevogável com a sua aceitação, momento em que o beneficiário suscita a sua adesão, surgindo o contrato (art. 230.º do Código Civil - CC).

O contrato de SO será intransmissível, por força da sua ligação ao contrato de trabalho ou de prestação de serviços que existe entre a concedente e os beneficiários. A característica da intransmissibilidade não é legal, é apenas e só contratual. É comumente atribuído o carácter *instituitus personae* ao direito atribuído pelas SO devido à intenção subjacente de atribuição desses direitos, como o é a fidelização pelos seus beneficiários. Em resultado, é frequente encontrar cláusulas de intransmissibilidade nos planos de SO⁷⁹. Já se admite a transmissão do direito se o beneficiário falecer durante o período de espera ou durante o período de exercício⁸⁰.

⁷⁷ Os direitos potestativos são poderes jurídicos de, por um acto livre de vontade, só de per si ou integrados por decisão judicial, produzir efeitos jurídicos que inelutavelmente se impõem à contraparte, vide, PINTO, Carlos Mota, *Teoria Geral do Direito Civil*, Coimbra Editora, Coimbra (2005), p. 183.

⁷⁸ FONSECA, Tiago Soares da, *Do Contrato de Opção...*, *ob. cit.*, p. 37.

⁷⁹ São os casos dos planos da ZON Multimédia, SGPS, S.A., no seu “Regulamento do Plano de Atribuição de Ações ou Opções”, art. 8.º n.º 3, do BES no seu “Plano de Remuneração...”, art. 14.º e do Banco BPI no seu “Regulamento do Programa de Remuneração Variável em Acções”, art. 15.º.

⁸⁰ Tendo-se defendido a impenhorabilidade do direito de opção, todavia julgamos que o mesmo só será impenhorável na mesma proporção que serão os restantes rendimentos do beneficiário, VATINET, Raymonde, “*Le clair-obscur des stock options à la française*” citado por GOMES, Fátima, *O Direito aos Lucros...*, *op. cit.*, nota 1110, p. 472.

É igualmente comum encontrar cláusulas condicionais nos contratos de SO, quer através de condições suspensivas, quer resolutivas.

As condições suspensivas⁸¹ são geralmente apostas aos contratos de SO com o intuito de limitar a eficácia dos negócios à verificação, ou não verificação, de determinados resultados de rentabilidade e/ou contabilísticos do concedente⁸².

As condições resolutivas possuem igual escopo que as anteriores embora a sua verificação, ou não verificação, conduza à resolução do contrato de SO⁸³.

4.1.4 Adquirir ou subscrever ações

Aquele que adquire o direito de opção adquire aquilo que se intitula na terminologia jurídico-financeira uma *call option*, ou seja, o direito de comprar uma ação (ou ações). Mas esse direito de “compra” poderá advir da aquisição ou da subscrição de novas ações. Essa modalidade de exercício é, previamente à atribuição do direito, determinado pela concedente, que terá de ter disponíveis as ações no momento do exercício do direito de opção.

O provisionamento do capital necessário em caso de exercício das opções é usualmente realizado de duas formas⁸⁴: aquisição de ações pela sociedade concedente, da própria ou de outra do grupo, em bolsa, ficando esta em autocarteira; ou mediante aumento do capital próprio.

A primeira fórmula é mais dispendiosa para a sociedade, dado que para tal terá de recorrer ao mercado (as chamadas opções de aquisição em sentido estrito⁸⁵). Por esse facto se diz que é a fórmula menos usada⁸⁶, mas mais comum na Europa. Uma das vantagens da aquisição de

⁸¹ PINTO, Carlos Mota, *Teoria Geral...*, op. cit., p. 561 e seg. A condição suspensiva é a disposição contratual em que há a subordinação pelas partes a um acontecimento futuro e incerto, ou da produção dos efeitos de um negócio jurídico; será resolutiva se importar a resolução dos mesmos efeitos. *[T]rata-se de uma vontade hipotética, embora atual e efetiva, exteriorizada numa declaração única e incindível.*

⁸² São exemplos, a impossibilidade de exercer a opção se durante ou no momento de exercício não se verificarem certos rácios (rácio de autonomia financeira ou de capitais próprios; rácios de investimento) ou não forem distribuídos dividendos, ou não se atingir um determinado EBITDA, e só se voltará a poder exercer o direito quando essas condições se encontrarem verificadas.

⁸³ A aposição de condições resolutivas é menos comum no caso de existir um período de exercício alargado, todavia poderão as próprias condições suspensivas levar à resolução se a suspensão se verificar durante um período de tempo considerado excessivo ou a suspensão perdurar para além do prazo de caducidade, cessando desta forma.

⁸⁴ JIMÉNEZ, Javier Ibáñez, *Stock Options...*, op. cit., p. 47 e Gomes, Fátima, *O Direito aos Lucros...*, op. cit., p. 493.

⁸⁵ ABREU, Jorge Coutinho de, *Governança...*, op. cit., p. 87. Também conhecidas como *dilutive stock options plan*.

⁸⁶ JIMÉNEZ, Javier Ibáñez, *Stock Options...*, op. cit., p. 47

ações em mercado é de não haver uma alteração do capital, logo não se colocará o problema da diluição⁸⁷ da participação dos restantes acionistas. Mas terá outros problemas uma vez que a compra de ações próprias em mercado reduzirá o *free float*, o que terá impacto na liquidez financeira dos títulos e repercussões negativas no seu valor. A detenção de ações em autocarteira implica cuidados. As ações próprias encontram-se reguladas nos art. 316 e seguintes do CSC. O limite, imperativo, imposto por lei é de 10% do capital da sociedade (art. 317, n.º 2, do CSC), podendo o contrato social restringir a aquisição de ações próprias, na sua totalidade ou num limite máximo inferior a esses 10% (art. 317, n.º 1, do CSC).

As SO atribuídas através de um aumento de capital designam-se por *opções de subscrição*⁸⁸. Como forma de disponibilização de ações, o seu impacto negativo não terá o efeito imediato das anteriores. Contudo, terá outros. Um desses impactos seria a já referida diluição das participações sociais dos acionistas, tendo impacto futuro no valor das suas participações, na distribuição de dividendos futuros e na redistribuição dos seus diretos de voto⁸⁹.

Com a aprovação do aumento de capital a sociedade colocará as ações para subscrição junto de uma instituição financeira, vinculando esta à entrega das mesmas aos beneficiários das SO, nos termos e condições do plano aprovado⁹⁰. Desta forma, os beneficiários entregaram o preço de exercício, previamente acordado, e ser-lhes-ão entregues as ações correspondentes. Quando se inicia o plano, é habitual que ainda não se encontrem emitidas as ações necessária para fazer face à oferta de SO realizada. Por esse motivo, após a aquisição, definitiva e irrevogável, através do conhecimento da oferta das SO pelos beneficiários, embora, possivelmente, condicionada ao cumprimento de determinados requisitos só avaliáveis à *posteriori*, deverá já existir acordo para o aumento de capital. Se assim não for, o incentivo pretendido estaria inquinado à partida. Na ausência desse acordo estará afetada a segurança

⁸⁷ FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh, “Executive Remuneration...”, *op. cit.*, p. 280., os autores realçam que a diluição acarreta um custo, desde a redução do *earnings per share*, a uma redução do valor das suas participações.

⁸⁸ JIMÉNEZ, Javier Ibáñez, *Stock Options...*, *op. cit.*, p. 50 e ABREU, Jorge Coutinho de, *Governança...*, *op. cit.*, p. 88. Também conhecidas como *non-dilutive stock options plan*.

⁸⁹ Imagine-se o caso em que um grupo de acionistas exerce o controlo conjunto, pelo facto das suas participações representarem 50,1% do capital social, e as opções exercidas representam 1% do capital atual, o aumento de capital verificado para fazer face ao plano de SO reduzirá essa participação conjunta para 49,6%, perdendo esses acionistas o controlo da sociedade. Esse facto poderá levar a que esses acionistas preferiram adquirir ações no mercado ao invés de autorizar um aumento de capital.

⁹⁰ GOMES, Fátima, *O Direito aos Lucros...*, *op. cit.*, p. 494.

jurídica do beneficiário, por não ter a certeza de que a operação decorrerá como lhe foi apresentada, salvo se existirem outras formas de atribuição alternativas⁹¹.

Todavia, com o aumento de capital surge um direito de preferência para os acionistas (art. 458, do CSC). Esse direito poderá ser afastado por deliberação dos acionistas, desde que o interesse social o justifique e seja tomada pela maioria exigida para o aumento de capital e o órgão de administração justifique o afastamento desse direito (art. 460, n.ºs 2, 4 e 5, do CSC)⁹².

Outra das formas de disponibilizar as ações será mediante a emissão de *warrants*⁹³. A sua emissão, a realizar pela sociedade, com afetação exclusiva ao cumprimento do plano de SO, levará à entrega efetiva das ações subjacentes ou o título negociável aos administradores. Estes *warrants* têm a natureza de *call option*, devendo a sua negociação ser admitida apenas entre os beneficiários do plano de SO⁹⁴.

A sua emissão encontra-se associada a obrigações (art. 372-A e B, do CSC), obrigações com *warrants*, podendo ser emitidas sobre ações futuras do seu próprio capital ou de outra sociedade sobre a qual a concedente detenha uma participação maioritária do seu capital social⁹⁵, ou ainda através de *warrants* autónomos⁹⁶ (desde que estes incidam sobre ações próprias) em favor de dirigentes, mas apenas se a sociedade emitente for uma sociedade cotada⁹⁷.

Finalmente poderá o próprio concedente adquirir opções nos mercados financeiros, pagando o prémio e entregando-as aos beneficiários⁹⁸.

⁹¹ JIMÉNEZ, Javier Ibáñez, *Stock Options...*, *op. cit.*, p. 51.

⁹² O aumento de capital consubstancia uma alteração ao contrato de sociedade, para o qual é exigida uma maioria de dois terços dos votos emitidos (art. 386, n.º 3, e art. 383, n.º 2, DO CSC), o que poderá levar a dizer que os planos de SO atribuídos através desta forma deverão ser aprovados pela mesma maioria.

⁹³ De uso pouco comum tanto nos sistemas anglo-saxónicos como europeus; JIMÉNEZ, Javier Ibáñez, *Stock Options...*, *op. cit.*, p. 56.

⁹⁴ JIMÉNEZ, Javier Ibáñez, *Stock Options...*, *op. cit.*, p. 56.

⁹⁵ GOMES, Fátima, *O Direito aos Lucros...*, *op. cit.*, p. 494.

⁹⁶ Admitidos pelo Decreto-Lei n.º 197/99, de 20 de maio, alterado pelo Decreto-Lei 70/2004, de 5 de março.

⁹⁷ GOMES, Fátima, *O Direito aos Lucros...*, *op. cit.*, p. 506.

⁹⁸ Esta é a modalidade adotada pelo BES, no seu “Plano de Remuneração...”, art. 8.º n.º 2.

4.1.5 *Da sociedade, ou outra em que se encontre numa relação de grupo*

Da noção apresentada resulta que o ativo subjacente (ações) a conceder aos beneficiários poderá consistir em títulos representativos do capital da concedente ou sociedade àquela coligada⁹⁹. Essa afirmação terá de ser, contudo, limitada à luz do direito societário português.

A concessão de ações da própria sociedade concedente levanta problemas de aprovação interna dos planos e problemas relativos à detenção de ações próprias ou emissão de novas ações através do aumento de capital. Já a concessão de opções sobre ações de uma terceira entidade, mesmo que esteja coligada com a concedente, suscita questões adicionais.

Foi dito acima que o contrato de SO é um contrato oneroso, mesmo não existindo contrapartida correspondente (prémio pelo direito de opção) por este se fundar numa relação onerosa e ser considerado um complemento remuneratório. Todavia, a prestação de trabalho, seja a que título for, é prestada à sociedade concedente, e não àquela que vê as suas ações alvo de um direito de opção de aquisição ou subscrição. Mesmo que esta terceira sociedade, estranha à relação “laboral” existente entre concedente e beneficiário, seja parte no contrato e consinta à atribuição de um direito de opção sobre as suas ações, através da intervenção dos seus legítimos representantes, este ato poderá extravasar a sua capacidade se não lhe for proporcionada qualquer contrapartida, por parte da concedente (isto é, se não for pago um prémio pelo direito de opção).

A capacidade da sociedade comercial é limitada pelo seu fim, e esse fim é forçosamente lucrativo¹⁰⁰. Desta forma, será fácil de ver que uma concessão de opções nos termos em que se atribuem nos planos de SO (onde a opção atribuída é contrapartida de um outro contrato de trabalho ou prestação de serviços a ser assegurada por uma terceira sociedade) extravasa a sua capacidade de gozo, violando o art. 6.º do CSC, sendo nula por força por força do art. 294.º do CC. Só assim não o será caso a concedente pagar um prémio pela atribuição do direito de opção à sociedade que vê os seus títulos sujeitos a opção, adquirir as ações dessa sociedade no mercado ou ainda atribuir as ações que lhe caberiam por força do aumento de capital da sociedade subordinada.

⁹⁹ *Supra*, ponto 4.1 e nota 68.

¹⁰⁰ MARTINS, Alexandre Soveral, AAVV, Estudos de Direitos das Sociedades, Da personalidade e capacidade jurídica das sociedades comerciais, Almedina, Coimbra (2010), p. 110. Na esteira da doutrina de Vasco da Gama Lobo Xavier.

4.1.6 O preço de exercício

O preço de exercício é um dos elementos do contrato e um dos quais mais problemas poderá levantar, quer no momento da sua determinação, quer durante a própria execução do contrato. Será este tema debatido em maior detalhe seguidamente.

4.1.7 Período de espera e de exercício

O período de espera é um termo suspensivo¹⁰¹ do direito de opção. Tem vindo a ser defendido o pagamento deferido de uma parte considerável da componente variável da remuneração, o que levou à adoção dessa regra pelos códigos de *corporate governance*¹⁰² e, mais recentemente, por via de diploma legal¹⁰³ (apesar de a sua aplicação ser restrita ao sector bancário), por um período não inferior a três anos.

Este período de maturidade de três anos não nos suscita qualquer celeuma, bem pelo contrário, será o mínimo exigível para que se possa aferir se as mais-valias realizadas são sustentáveis tendo em conta outros indicadores, que não apenas aqueles revelados pelo valor das ações.

As SO que apenas prevejam um período de espera e que o seu vencimento se dê em data certa são designadas *opções europeias* por só admitirem a possibilidade de exercer o direito de opção na data de maturidade, caducando caso não o sejam¹⁰⁴. Mas poderá acontecer que as mesmas, além de um período de espera, tenham também um período de exercício, mais ou menos longo e, dentro desse período, as opções possam ser exercidas a qualquer momento. Sendo neste caso uma *opção mista europeia e americana*, pois só poderá ser exercida a partir de determinado momento, mas embora possa ser exercida a qualquer momento após o decurso desse primeiro período e dentro de um novo¹⁰⁵.

¹⁰¹ PINTO, Carlos Mota, *Teoria Geral...*, op. cit., p. 577. O termo suspensivo é uma [c]láusula acessória típica pela qual a existência ou a excitabilidade dos efeitos de um negócio são postas na dependência de um acontecimento futuro mas certo, de tal modo que os efeitos só começam ou se tornam exercitáveis a partir de certo momento.

¹⁰² Código de Governo das Sociedades da CMVM de 2010, Regulamento CMVM 4/2013 e Código de Governo das Sociedades do Instituto Português de Corporate Governance, disponível em:

http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/codigo_de_governo_das_sociedades_do_ipcg.pdf

¹⁰³ Decreto-Lei 88/2011, de 20 de junho, anexo, paragrafo 24, al. s.

¹⁰⁴ Esta é a modalidade adotada pelo BES no seu “Plano de Remuneração...”, art. 8.º n.º 4.

¹⁰⁵ Esta é a modalidade adotada pela ZON no seu “Regulamento do Plano...”, art. 7.º n.º 2 (3 anos + 3 anos) e pelo BPI no seu “Regulamento...”, art. 11.º n.º 1 (90 dias e 5 anos após a data da sua atribuição).

Naturalmente, o período de exercício não deverá ser perpétuo, devendo existir uma janela temporal na qual poderá ser exercido o direito de opção. O período assim balizado deve-se a duas ordens de razão: por um lado, a força obrigatória do contrato e o seu direito potestativo subjacente; por outro, a igualdade essencial dos contraentes, que impede que uma das partes fique irrevogável e perpetuamente sujeita ao convénio da outra¹⁰⁶.

¹⁰⁶ DOMÍNGUEZ-ALCAHUD, Jesualdo, MUNGUIRA, Juan, *Contrato Tipo de Stock Options...*, *op. cit.*, p. 320.

CAPÍTULO III

ALTERAÇÕES DO CONTRATO DE STOCK OPTIONS DEVIDO ÀS OPERAÇÕES SOCIETÁRIAS E DE MERCADO

1. O PREÇO DE EXERCÍCIO E O EFEITO TEMPO NO CONTRATO DE STOCK OPTIONS

O preço de exercício poderá ser fixado no momento em que o plano é dado a conhecer aos seus beneficiários (ou pelo menos determinável). Todavia, desde esse momento e o momento de exercício das opções decorre um período, mais ou menos longo, que varia entre um mínimo de três anos e um máximo aconselhável de cinco anos. Entre os momentos da concessão e do exercício, a atividade societária não permanece estática¹⁰⁷. Nesse período muito poderá acontecer, nomeadamente alterações à estrutura do capital social ou operações de mercado que alterarão o *status* sobre o qual as opções foram atribuídas, tais como fusões, cisões, aumentos de capital e reduções de capital.

Essas alterações provocam grande impacto no preço de exercício das opções, podendo fazer com que o mesmo varie em percentagens desconhecidas no momento da sua atribuição.

2. MODALIDADES DE DETERMINAÇÃO DO PREÇO DE EXERCÍCIO

A forma mais tradicional de fixação do preço de exercício das opções é o chamado fixação *at the money*, ou seja é fixado tendo em conta a cotação de mercado do ativo subjacente no momento em que o plano de SO é dado a conhecer aos beneficiários.

A evolução levou a que o preço devesse ser fixado não pelo valor que as ações teriam momento da atribuição dessas opções, mas tendo em conta o valor médio apresentado nas últimas dez a trinta cotações, para não haver o risco de a “sociedade” escolher o dia da divulgação em que o ativo subjacente apresentava a cotação mais baixa¹⁰⁸.

Os críticos das anteriores formas de determinação do preço de exercício alertam para o facto de este, ao basear-se no preço de cotação que a ação apresenta não tem em consideração o custo de capital, a que a esta se deverá encontrar associado¹⁰⁹. A título de exemplo, uma ação que se encontre cotada em bolsa a 57 € e os administradores esperam que a mesma daqui a

¹⁰⁷ Como realçam DOMÍNGUEZ-ALCAHUD, Jesualdo, MUNGUIRA, Juan, *Contrato Tipo de Stock Options...*, *op.cit.*, p. 320.

¹⁰⁸ Esta é a modalidade adotada pela ZON, no seu “Regulamento do Plano...”, art. 6.º n.º 5.

¹⁰⁹ Seguimos neste ponto o exemplo dado em: JENSEN, Michael C., MURPHY, Kevin J., WRUCK, Eric G., *Remuneration: Where we've been...*, *op. cit.*, p. 60.

cinco anos apresente um valor de 100 €, assumindo um custo de capital (WACC¹¹⁰) de 15%, e um dividendo anual de 2,5%, a mesma terá um valor de 102.72 € ($57 \times (1.125^5)$) no momento do exercício, logo o valor da mesma seria inferior à sua cotação atual 55.49 € ($100 / (1.125^5)$). Deste modo, os acionistas perderiam 2.72 € e os administradores ganhariam 43 €. Os administradores seriam pagos apesar de estarem a destruir valor. A desconsideração das taxas de inflação e custo de oportunidade pode levar a um desenho remuneratório contrário ao pretendido.

Se as opções se encontrarem indexadas ao custo de capital, os administradores terão o incentivo de fazer crescer a empresa acima desse custo de capital (representando esse custo um custo de oportunidade). O justo rendimento é aquele que surgirá dessa diferença, pois será proporcionalmente aquele que caberá aos acionistas.

Outra forma de determinação do preço é a sua fixação acima da cotação bolsista¹¹¹ (10%¹¹², 20% ou mesmo 50%).

Por fim, uma outra forma é a indexação do valor do ativo subjacente a um rácio ou indexante, para que os beneficiários das opções retirem mais-valias se efetivamente criarem valor relativo para os acionistas em vez de apenas acrescentarem valor absoluto. O preço de exercício não é fixado no momento em que a SO é atribuída, só o será no momento do seu exercício, todavia é determinável¹¹³.

3. ALTERAÇÕES AO PREÇO DE EXERCÍCIO DEVIDO ÀS OPERAÇÕES SOCIETÁRIAS E DE MERCADO

As alterações ao preço de exercício devido às operações societárias e de mercado encontram-se previstas de forma modesta nos planos de atribuição de opções disponíveis no mercado nacional, nomeadamente nos planos do BES¹¹⁴, BPI¹¹⁵ e ZON¹¹⁶ (antes da fusão com a Optimus), pelo que se torna necessário desenvolver este tema tendo em conta as implicações

¹¹⁰ O custo médio ponderado do capital ou *Weight Average Cost of Capital* é utilizado nas decisões de investimento para determinar o valor líquido atual dos projetos, tendo em conta o peso da rendibilidade do capital, da dívida e dos ativos. BREALEY, Richard, MYERS, Stewart, *Princípios de Finanças Empresariais*, McGraw-Hill, Lisboa (1998), pp. 427 e seg.

¹¹¹ *Supra*, Capítulo I, ponto 3.2.

¹¹² Esta é a modalidade adotada pelo BES, no seu “Plano de Remuneração...”, art. 8.º n.º 3.

¹¹³ *Supra*, Capítulo I, ponto 3.7.

¹¹⁴ Banco Espírito Santo, S.A., no seu “Plano de Remuneração Variável em Instrumentos Financeiros”.

¹¹⁵ Banco BPI no seu “Regulamento do Programa de Remuneração Variável em Ações”.

¹¹⁶ ZON Multimédia, SGPS, S.A., no seu “Regulamento do Plano de Atribuição de Ações ou Opções”.

que essas alterações podem acarretar, tanto para os beneficiários como para as concedentes de SO.

3.1 Ofertas Públicas de Distribuição

As sociedades que pretendam ver o seu capital negociado em mercado regulamentado, através de uma operação de oferta pública de distribuição¹¹⁷, podem, em momento prévio, ter um plano de SO, não tendo de ser planos de *phantom options*¹¹⁸ mas verdadeiros planos de SO criados com a previsão de colocação do capital em mercado.

A existência de planos de SO nas sociedades que pretendem ver o seu capital admitido à negociação pode enviar dois sinais¹¹⁹ ao mercado. Por um lado, um sinal positivo, pois os seus administradores estão seguros de que a sociedade terá resultados positivos, uma vez que tomaram a decisão de lançar a oferta, tendo planos de SO dos quais são beneficiário. Já poderá ser um sinal negativo o volume de SO, a percentagem de capital e as condições de exercício que podem afetar os resultados futuros da sociedade, e em determinado momento podem resultar numa percentagem do controlo concretizada em futuras assembleias gerais.

Esta operação de mercado tem um efeito quase imediato no preço das ações, um efeito de liquidez, o qual, quase que automaticamente, faz subir o preço das ações. A valorização das ações em resultado destas operações tem uma ligação pouco direta com a prestação dos seus beneficiários, pelo que o preço de exercício deverá ser alterado no momento posterior à admissão à negociação das ações.

Caso o contrato de SO não preveja esta situação e o direito de opção esteja no período de exercício, deverá ser exigido um compromisso de não venda das mesmas, pois caso o volume de ações seja significativo, o mercado, em momento imediatamente posterior à admissão à negociação, poderá não ter capacidade para absorver as ações que se encontrem na titularidade dos beneficiários do plano e que, conseqüentemente, poderá ter impactos

¹¹⁷ Ofertas públicas de distribuição são as categorias que envolvem todas as ofertas em que haja apelo ao investimento, apresentando duas modalidades: ofertas públicas de subscrição, que ocorre *quando o oferente apela uma decisão de subscrição por parte dos destinatários, por forma a dar origem à emissão de valores mobiliários*, e oferta pública de venda, *em que se pretende distribuir, já no mercado secundário, valores mobiliários já emitidos*; CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito...*, op. cit., pp. 597 e 598

¹¹⁸ *Supra*, Capítulo I, ponto 4.3.

¹¹⁹ BUENO, M. Córdoba, *Guía de las...*, op. cit., p. 79.

negativos para os acionistas por as ações ainda se encontrarem em período de estabilização¹²⁰.

Esta situação deverá ser acautelada a dois níveis logo no desenho do contrato de SO: A não alienação ou exercício da opção e o preço da mesma.

Se as ações já se encontrarem exercidas o contrato de SO deve conter uma cláusula pela qual limita a alienação das ações por um período considerado necessário à estabilização do valor das ações. Se por sua vez estas ainda não se encontrarem exercidas só o deveram ser após um decurso de tempo posterior à admissão à negociação das mesmas.

Quanto ao preço de exercício, o mesmo encontrar-se-á fixado tendo tido em conta o valor contabilístico da sociedade. Ou poderá ser fixado no momento da oferta ao preço da mesma¹²¹.

Razão para a sua alteração está num potencial ganho desmesurado, que levará a uma remuneração excessiva. Essa expectativa de ganho a suportar pelos mercados poderá levar a duas consequências, uma interna e outra externa. A primeira seria o lançamento da oferta de venda provocada com a expectativa de mais valias a gerar com o exercício das opções, que poderia não ser a mais benéfica para a sociedade, podendo até ter efeitos contrários àqueles que se pretendem com o lançamento de uma oferta. Ao nível externo os potenciais investidores podem não estar dispostos a investir numa sociedade com um plano de SO cuja mais valia por este gerada seria suportada pelos investidores.

Desta forma o mais correto será efetuar um *repricing* da opção ou, caso esta seja fixada no momento da oferta, a um valor superior ao preço de oferta inicial¹²². Mas para que o mesmo seja efetuado de forma mais equitativa temos de formular algumas hipóteses.

Imagine-se, por exemplo, que o plano tinha um período de espera de três anos e o período de exercício iniciava-se logo após a entrada capital à negociação. Neste caso qual seria o preço de exercício a fixar? Se o valor contabilístico da sociedade era de 5 €por ação, no momento em que as SO foram atribuídas, e o valor de negociação inicial fixou-se em 1 € o beneficiário

¹²⁰ BUENO, M. Córdoba, *Guía de las...*, *op. cit.*, p. 80.

¹²¹ LOWRY, Michelle e MURPHY, Kevin, *Executive Stock Options and IPO Underpricing*, (2006), p. 1, demonstram que entre 1996 e 2000 um terço dos IPOs nos EUA atribuíram aos seus executivos SO ao preço de oferta, e que no primeiro dia de negociação os títulos valorizaram em média 35%. Os autores realçam que o *underpricing* será prejudicial para a sociedade devido ao possível impacto da diluição das participações futuras e cria uma remuneração excessiva que em nada contribui para o alinhamento de interesses.

¹²² LOWRY, Michelle e MURPHY, Kevin, *Executive...*, *op. cit.*, p. 12.

mais do que duplicaria o seu investimento mesmo que o valor de exercício tivesse os fatores do custo de capital incorporados. Imaginando que o WACC da sociedade era de 15%, distribuiu dividendos de 2,5% o valor de exercício seria de 7,11 € ($5 \times 1,125^3$). O mais correto seria descontar aos 15 € atuais o custo de capital que a sociedade suportou nos três anos em que o plano esteve em espera sendo que, hipoteticamente, o valor das ações da sociedade seriam, à data da concessão, de 10,53 € ($15/1,125^3$), ou inferior, e não os 7,11 €. A diferença de 3,42 € por ação não seria já suportada pelo mercado. Mas parte deste poderia até ser um ganho incorporado pela atuação dos beneficiários. Deste modo a forma mais correta seria a de introduzir no contrato uma cláusula de *repricing* que estabelecesse uma distribuição deste ganho potencial de forma repartida em partes iguais, admitindo à partida que se esse diferencial fosse positivo não se devia só à entrada da sociedade no mercado, mas também a uma atuação dos beneficiários, fixando-se o preço de exercício em 8,88 € ($7,11 + (3,42/2)$).

Diferente será o caso em que conjuntamente com uma oferta de venda se efetuar uma oferta pública de subscrição. Se no primeiro caso o número de ações colocadas em mercado é o mesmo que se encontrava inscrito no momento da atribuição, no segundo já não é assim, pois conjuntamente com a venda haverá um aumento de capital, que deverá ser considerado no momento do *repricing*.

Outra forma de evitar este ganho potencial, considerado exagerado, é a previsão da redução do número de opções conjuntamente com uma proibição de exercício durante um período entre 3 a 12 meses, com as necessárias implicações negativas para os beneficiários¹²³.

3.2 Oferta Pública de Aquisição

Sendo o objeto do contrato de SO ações (enquanto ativo subjacente) poderia colocar-se o problema de esses direitos de opção serem objeto da oferta pública de aquisição¹²⁴ (OPA). Contudo o art. 187, n.º 1 CVM, apenas exige que para além das ações a oferta incida sobre outros valores mobiliários emitidos pela sociedade que confirmam o direito à sua subscrição ou aquisição, como o são os *warrants* autónomos¹²⁵, e já não os contratos de SO.

¹²³ BUENO, M. Córdoba, *Guía de las...*, op. cit., p. 81.

¹²⁴ Pelo menos aqueles *warrants* autónomos conferindo o direito de aquisição de ações da visada são objeto de OPA obrigatória; 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.º 7 (2000).

Caso diferente é a existência de uma cláusula que limite a transmissão das opções já exercidas e convertidas em ações por um período posterior à sua execução. Nestes casos deverá existir uma cláusula que exceção essa limitação¹²⁶.

A existência de OPA não tem um impacto direto nos planos de SO vigentes, dado que os novos proprietários têm de assumir os compromissos que a sociedade tem perante o seu pessoal. Mas terá um impacto direto no preço do ativo subjacente. A OPA terá de apresentar uma contrapartida para a aquisição das ações, pelo menos, não inferior ao preço médio ponderado das ações nos últimos seis meses (art. 188.º, n.º 1, alínea b) do CVM).

Contudo, e apesar do valor do ativo subjacente sofrer um impacto em função da OPA, essa alteração – externa ao comportamento dos beneficiários – não se revela prejudicial ao alinhamento de interesses que se procura com uma correta determinação do preço de exercício.

O oferente lançará a oferta tendo por base uma análise efetuada à sociedade, da qual se poderá concluir que a sociedade encontrar-se bem ou mal administrada. No primeiro caso o valor do ativo subjacente apresentará, em regra, um valor superior ao preço de exercício, em consequência de um possível bom desempenho dos beneficiários. Não se vê razões para que os mesmos não beneficiem dessa majoração do seu rendimento, podendo até ser visto como um prémio para que essa equipa se mantenha (fidelização). Se pelo contrário a sociedade se encontrar mal administrada o preço de exercício será, em princípio, superior ao valor do ativo subjacente, mesmo com a majoração da OPA, pelo que os beneficiários não exercerão a opção. Razões pelas quais não será necessário a previsão de *repricing* das SO em função de uma futura e hipotética OPA.

3.3 Aumentos de Capital

O capital social é uma das formas de acudir às necessidades de financiamento das sociedades¹²⁷, sendo o aumento de capital usado para o reforço da autonomia financeira das mesmas.

O principal efeito de um aumento de capital é um efeito de diluição¹²⁸, para aqueles que tendo o direito de opção não o tenham exercido, pelo que deverá estar prevista uma alteração

¹²⁶ BUENO, M. Córdoba, *Guía de las...*, op. cit., p. 82. A sua inserção deve-se à possibilidade de os detentores de SO bloquearem OPAs hostis por força da impossibilidade de alienação.

¹²⁷ DOMINGUES, Paulo de Tarso, *Variações sobre o Capital Social*, Almedina, Coimbra (2009), p. 385.

do preço de exercício em função da diluição prevista. A diluição das participações futuras a conceder pelas SO é agravada por não existir o direito de preferência no aumento de capital para os detentores de opções.

3.3.1 *Aumentos de Capital ao valor nominal*

O aumento de capital incorpora um direito de preferência dos acionistas da sociedade concedente das SO (art. 458.º do CSC). Esse direito a ser exercido a um valor inferior ao que as ações têm no mercado provoca diretamente um efeito diluição no valor do ativo subjacente. Se preço de exercício foi determinado tendo em conta um determinado número de ações existentes, com um valor de mercado também ele determinado em função desse mesmo número, bem será de ver que a sua alteração conduz a um impacto no preço de exercício e número de opções atribuídas.

A diluição será tanto maior quanto maior a distancia entre o valor das ações em mercado e o valor de emissão das novas ações¹²⁹. Esse efeito levará a uma redução do valor do ativo subjacente que deverá ser repercutida no preço de exercício na mesma percentagem que teve no valor do ativo subjacente após o aumento de capital.

Claro é que se essa distância for inferior, também será o impacto no valor das opções, e poderá até ser positivo, uma vez que com as novas entradas aumentará o património da sociedade. Todavia, o aumento de capital deverá ser repercutido no preço de exercício sendo uma das situações em que o *repricing* deverá estar previsto.

3.3.2 *Aumentos de Capital por incorporação de Reservas*

Os aumentos de capital por incorporação de reservas, no caso de as ações terem um valor nominal, é realizado com o conseqüente aumento da participação dos sócios (art. 92.º, n.º 1, do CSC), sem a necessidade destes desembolsarem qualquer valor.

Esta situação é ainda mais gravosa do que a anterior, pois não haverá entrada de capital.

¹²⁸ O efeito diluição não prejudica apenas as SO mas também os acionistas nos aumentos de capitais dirigidos à atribuição de SO, FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh, “Executive Remuneration...”, *op. cit.*, p. 280.

¹²⁹ BUENO, M. Córdoba, *Guía de las...*, *op. cit.*, p. 84. A título de exemplo: imaginando que uma sociedade tem 100.000 ações, a um valor de mercado de 3 €e pretende fazer um aumento de capital de 50.000 € com o valor de emissão de 1 €por ação. O seu valor atual é de 300.000 €(3x100.000), com o aumento de capital passará a valer 350.000 €(300.000+50.000), todavia apenas terá 150.000 ações. Assim o valor por ação passará a ser de 2,33 €cada (350.000/150.000), verificando-se um rácio de diluição de 28,6% ((3/2.33)-1). Se o preço de exercício se encontrava fixado em 2,90 €este deverá ser reduzido em 28,6%, ou seja passar a ser de 2,25 € (2,9/1,286).

Existem mecanismos para corrigir o efeito diluição dos titulares de opções negociadas em mercados¹³⁰. Um desses modelos¹³¹ estabelece que para se ajustar os contratos de opções deverá ser efetuada uma dupla correção, isto é, uma correção quanto ao número de opções, em que o número de opções de um contrato deverá ser multiplicada pelo quociente ações depois/ações antes, e uma correção do preço de exercício na razão inversa, ações antes/ações depois. Para esse efeito é necessário obter o número de opções que corresponde a cada um dos contratos e obter qual o preço de exercício de cada um desses contratos¹³².

Deverá ser previsto nos contratos de SO uma cláusula que faça referência expressa ao mecanismo de correção a adotar em casos de aumentos de capital.

3.4 Reduções de Capital

Ao deduzirmos que a redução de capital é vista como a operação inversa à do aumento de capital poderíamos ser levados a pensar que uma redução de capital é positiva para os titulares de opções.

A redução de capital social pode visar a cobertura de prejuízos, a libertação de excesso de capital ou uma finalidade especial (art. 95.º n.º 1, alínea a), do CSC). Essas finalidades especiais podem ser a liberação de obrigações de entrada¹³³, a realização de operações de cisão¹³⁴, a extinção, anulações¹³⁵ e amortização de participações sociais¹³⁶. As formas de redução podem ser a redução do valor nominal, reagrupamento e extinção das participações sociais¹³⁷.

¹³⁰ BUENO, M. Córdoba, *Guía de las...*, op. cit., p. 86.

¹³¹ Modelo MEFF, BUENO, M. Córdoba, *Guía de las...*, op. cit., p. 85. Ou o apresentado pela Athens Exchange – Derivatives Market (www.adex.ase.gr).

¹³² A título de exemplo: Imaginando que o aumento de capital foi de 1x50 (2%), e o valor de cotação no momento imediatamente antes do aumento de capital era de 20 € Se o número de opções era de 1000 e o cociente de 1,02 (50+1/50) o número de opções deveria subir para 1020 (1,02x1000). Se o preço de exercício era de 22 € deveria baixar em função do cociente de 0,98 (50/50+1), logo o preço de exercício corrigido seria de 21,56 € (22x0,98).

¹³³ Art. 27.º, n.º1, al. a), do CSC.

¹³⁴ Art. 123, n.º1, al. a), do CSC.

¹³⁵ Respetivamente os art. 463.º e 323.º do CSC.

¹³⁶ Art. 346.º e 347.º do CSC

¹³⁷ Art. 94.º, n.º1, al. b), do CSC, também denominadas modalidades de redução e as únicas admitidas em termos legais, segundo VENTURA, Raúl, *Alterações do Contrato de Sociedade*, 2.º edição, Almedina, Coimbra (1988), p. 326. O autor realça que nada impede que essa três modalidades de redução de capital sejam conjugadas na mesma operação.

Uma das distinções apresentadas é entre redução nominal e redução real do capital social, na primeira há apenas um ajustamento da cifra de capital, muitas vezes por perdas sofridas, nas segundas uma distribuição de excessos de capital aos sócios¹³⁸.

Qualquer que seja a forma de redução do capital, em especial nas sociedades cotadas em mercado regulamentado, o ativo subjacente dos contratos de SO terá alterações no preço daí resultantes. No caso de uma redução nominal do capital por perdas acumuladas, o impacto no preço não será tão significativo como aquele que resultará duma redução real, isto porque na primeira o ativo da sociedade manter-se há inalterado, havendo apenas um ajuste contabilístico, na segunda haverá um sangramento de ativos com impacto negativo no valor das ações da sociedade concedente.

Se a forma de redução do capital for realizada através da amortização de ações (art. 347.º DO CSC), estas extinguir-se-ão, o que levará necessariamente a um reajustamento do preço das restantes.

Pelo exposto cabe dizer que uma redução do capital da sociedade concedente terá impacto nos contratos de SO, independentemente da forma como este se reduzirá. Uma vez com mais, outras com menos impacto, o preço das ações serão afetadas, e com isso o preço de exercício não estará de acordo com o capital que inicialmente esteve por base a sua configuração.

Deverá ser previsto nos contratos de SO uma cláusula pelo qual se corrija volume de opções no caso de a redução de capital levar à extinção das ações nos termos do art. 347.º, n.º 2 DO CSC. Assim, deverá ser aplicado o quociente apresentado para o aumento de capital, isto é, uma correção quanto ao número de opções, em que esse número deverá ser multiplicado pelo quociente ações depois/antes da redução¹³⁹.

Já quanto às alterações que a redução de capital provocará no valor do ativo subjacente o quociente a utilizar não poderá ser o mesmo que apresentamos para o aumento de capital. Se o aumento de capital por incorporação de reservas implica uma diluição das participações, com a redução não haverá necessariamente um concentração dessas participações, pelo que a forma de retificação do preço não poderá ter uma fórmula estanque e deverá ser apreciada

¹³⁸ DOMINGUES, Paulo de Tarso, *Variações...*, Coimbra (2009), p. 514 e 515.

¹³⁹ A título de exemplo: Imaginando que a amortização foi de 2x50 (4%). Se o número de opções era de 1000 e o cociente de 0,96 (48/50) o número de opções deveria ser reduzido para 960 (0,96x1000).

caso a caso. Isto é, deverá haver uma retificação caso se verifique uma variação do valor do ativo subjacente, que de forma substancial possa alterar o valor das opções e essa possibilidade deverá encontrar-se prevista nos contratos de SO.

3.5 Splits de ações¹⁴⁰

Não se trata de uma divisão das participações sociais, mas do título¹⁴¹ representativo dessas participações, e consequentemente essa operação tem um impacto direto nos contratos de SO, tanto ao nível do número de opções como no preço de exercício das mesmas.

Pelo exposto deverá estar prevista uma cláusula nos contratos de SO em que no caso de existir um *split* de ações o número de opções deverá ser multiplicado na mesma razão que foi dividido os títulos, e dividido o preço de exercício nessa mesma razão.

Os *splits* de ações, em regra, aumentam a liquidez¹⁴² do título e consequentemente o seu valor. Podemos dizer que uma operação desta natureza beneficia os titulares de SO, uma vez que o valor do ativo subjacente será alavancado através duma operação externa à atividade societária. Todavia, esse benefício não é obtido à custa dos atuais acionistas pelo que não se vê razão para que o preço de exercício seja mais reduzido do que pela mera operação de divisão *supra* proposta.

3.6 Pagamento de dividendos

O pagamento de dividendos é uma das componentes utilizadas para a correta avaliação de ações, sendo estas o ativo subjacente nos planos de SO, fácil será de perceber o seu impacto no preço de exercício.

Quanto maior o *pay out*, menor será o valor bolsista, e vice versa, visto que a política de retenção de dividendos é um sinal da estratégia de crescimento das sociedades¹⁴³. Em regra, as sociedades com áreas de negócio expansionistas ou com uma necessidade de avultados

¹⁴⁰ Um *stock split* é um evento corporativo que se caracteriza pela desmultiplicação do número de ações emitidas e que se traduz num aumento do número de ações em circulação, mas sem qualquer alteração no valor global do capital próprio emitido pela empresa, segundo FRANCISCO, Paulo, *Liquidez e Características Intrínsecas das Ações – Ocaso do Mercado Europeu*, in Caderno do Mercado dos Valores Mobiliários, n.º 34 (2010), nota 3, p. 23.

¹⁴¹ Como nota DOMINGUES, Paulo de Tarso, AAVV., *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Volume V, Almedina, Coimbra (2012), p. 89, a proibição de divisibilidade das ações constante no art. 276.º, n.º6, do CSC, apenas proíbe a (in) cidibilidade das participações sociais não dos títulos representativos destas.

¹⁴² Sendo, como nota FRANCISCO, Paulo, *Liquidez e Características...*, *op. cit.*, p. 23, uma das razões pelas quais se opta por este tipo de operações.

¹⁴³ BUENO, M. Córdoba, *Guía de las...*, *op. cit.*, p. 89.

investimento têm um *pay out* reduzido, ao contrario das sociedades que atuam em indústrias maduras ou que já se encontram em períodos de estabilidade.

Os planos de SO, no momento em que são atribuídos, deveram ter em conta a política de dividendos adoptada pela concedente. Nos planos de SO tradicionais esse impacto não é tido em conta dado que a fixação do preço de exercício é, não raras vezes, atribuído *at the Money*. Já nos planos de SO em que o preço de exercício é determinado tendo em conta os fatores tempo e custo de capital o fator dividendo deverá também ser considerado.

Se uma sociedade pratica um dividendo de 2,5% ao ano, e no ano seguinte um dividendo de 3% e no terceiro ano 5%, o valor do ativo subjacente variará substancialmente. Se a política de dividendos da sociedade é de 2,5%, tem um custo de capital (WACC) de 15% e o valor das suas ações é de 20 €, o valor expeável dessa ação daqui a três anos será de 28,47 € ($20 \times (1 + ((0,15 - 0,025)^3))$). Mas se o *pay out* for de 5% o valor já será de 26,62 € ($20 \times (1 + ((0,15 - 0,05)^3))$) se for de 0% apresentará um valor de 30,42 € ($20 \times (1 + ((0,15 - 0,00)^3))$). Esta simples demonstração realça a necessidade de inclusão de cláusulas de correção do preço de exercício¹⁴⁴ em função da alteração da política de dividendos. Das criticas dirigidas às SO, enquanto instrumento remuneratório, a alteração da politica de dividendos com o intuito de empolar¹⁴⁵ o valor das SO é a mais comum.

Quanto menor for o *pay out* maior é em regra o potencial de valorização, a retenção de capital para reinvestir ou melhorar os rácios de solvabilidade, tem um impacto no valor do ativo subjacente, o que faz aumentar a diferença entre este e o preço de exercício, por essa razão será fácil de perceber o porquê das práticas inversas.

3.7 Fusões

As fusões¹⁴⁶ são claramente uma das atividades societárias que mais afeta um plano de SO, quer a concedente seja a incorporante, quer seja a incorporada ou a fusão origine a criação de uma nova sociedade.

¹⁴⁴ A distribuição de dividendos poderá também implicar o ajustamento do número de opções, BARRACLOUGH, Kathryn, et al., "Stock option contract adjustments: The case of special dividends", *Journal of Financial Markets* (2001), p. 2.

¹⁴⁵ FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh, *Executive Remuneration...*, *op. cit.*, p. 279.

¹⁴⁶ Nas palavras de Raúl Ventura, [a] essência da fusão de sociedades consiste em juntar os elementos pessoais e patrimoniais de duas ou mais sociedades preexistentes, de tal modo que passe a existir uma só sociedade, em VENTURA, Raúl, *Fusão, Cisão, Transformação de Sociedades*, Almedina, Coimbra (1990), p. 14 e 15.

O contrato de SO deve prever as três modalidades apresentadas. No caso de a sociedade concedente ser incorporada¹⁴⁷ numa outra sociedade o plano sofrerá duma nulidade superveniente (art. 280.º do CC), por impossibilidade do objeto (art. 790.º do CC). Um dos efeitos do registo da fusão é a extinção da sociedade incorporada¹⁴⁸, e a consequente extinção das participações sociais¹⁴⁹. A fusão neste caso é efetuada mediante a transferência global do património da incorporada para a incorporante, essa transferência de patrimónios é acompanhada da transmissão de direito e obrigações da sociedade extinta para a sociedade incorporante¹⁵⁰.

Temos um contrato nulo por impossibilidade do objeto, mas temos obrigações assumidas que perpassam para a sociedade incorporante. Dado que por força da extinção o contrato de SO sofrerá de uma nulidade superveniente deverá ser introduzida uma cláusula de conversão que preveja esta situação.

Razão para a existência dessa previsão é a possibilidade de bloqueio da fusão por parte dos beneficiários, mais propriamente a administração, dado caber a esta a elaboração do projeto de fusão (art. 98, n.º 1, DO CSC).

De forma a evitar bloqueios deverá ser aberta a possibilidade de exercício¹⁵¹ antecipado dos direitos de opção, passando os beneficiários das SO a ser acionistas, e após a fusão a serem acionistas da sociedade incorporante (art. 112.º, al. b), do CSC). Contudo deverá ser-lhes limitado os direitos de voto até ao momento do registo da fusão, de forma a evitar que aqueles que se opuseram ao projeto de fusão o possam fazer mediante intervenção em assembleia geral. Deverá também ser estabelecida uma obrigação de manutenção dos títulos da sociedade incorporante por um determinado período de tempo.

¹⁴⁷ Fusão por incorporação, nos termos da al. a, do n.º 4 do art. 97.º, do CSC.

¹⁴⁸ Nos termos da primeira parte da al. a, do art. 112.º, do CSC.

¹⁴⁹ VENTURA, Raúl, *Fusão...*, *op. cit.*, p. 230. O autor realça que com a extinção da sociedade *não se extingue tudo (...) como um fim em si mesmo – extingue-se para substituir, extingue-se para renovar (...) sendo aproveitados os elementos pessoais e até imateriais das sociedades participantes que se extinguem, mas a extinção não implica o desaproveitamento*. Com a extinção da participação social extingue-se automaticamente o título, mero instrumento representativo da participação social, CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra (2009), p. 781.

¹⁵⁰ Nos termos da ultima parte da al. a, do art. 112.º, do CSC.

¹⁵¹ Estas cláusulas não se encontrar usualmente previstas de forma explicita, verificando-se essa possibilidade numa cláusula geral de *change of control*, TYNKKYNEN, Mikko, *Employee stock option valuation in mergers and acquisitions: Story of lost time values* (2010), p. 33.

Por outro lado, poderá ser equacionada, dando essa abertura no contrato de SO, uma adesão ao plano de SO da incorporante – se tais planos existirem –, ou a conversão¹⁵² do plano existente, em termos e condições a negociar¹⁵³, tendo por base a relação de troca de ações¹⁵⁴. No caso da sociedade incorporante ser concedente de SO, estes, ao contrário da situação anterior, não serão nulos, uma vez que aquela não se extinguirá.

Pela fusão serão atribuídas participações sociais da sociedade incorporante aos sócios da sociedade incorporada¹⁵⁵, essa atribuição é efetuada, em regra, após um aumento de capital afeto à fusão, ou pela atribuição de ações próprias. O aumento de capital poderá provocar uma alteração no preço do ativo subjacente das SO da sociedade concedente, neste caso a incorporante, o que poderá implicar uma correção do preço de exercício, na estrita medida em que o valor do ativo subjacente é afetado¹⁵⁶.

Já não se vê razão para alterar o número de opções apesar do efeito diluição provocado pelo aumento de capital, isto porque as opções foram atribuídas tendo em conta o capital da incorporante, e esta só será afetada por força da entrada do património da sociedade incorporada, continuando o número de opções já atribuídas a representar a parte do património social para o qual contribuíram com a sua força de trabalho.

¹⁵² Situação prevista pelo BPI no seu “Regulamento...”, art. 14.º n.º 4.

¹⁵³ A introdução de uma cláusula de conversão não afasta a necessidade de negociação da mesma, uma já que os acionistas da sociedade incorporante terão de aceitar tal conversão, contudo o contrato permanecerá intacto salvo os ajustos do preço de exercício e número de opções, TYNKKYNNEN, Mikko, *Employee...*, *op. cit.*, p. 32.

¹⁵⁴ A título de exemplo, apresentado por BUENO, M. Córdoba, *Guía de las...*, *op. cit.*, p. 92, se a relação de troca for fixada em 1x3, em que será atribuída uma ação da incorporante por cada três da incorporada os contratos de opção com 900 opções passaram a ter 300 opções. Se o preço de exercício se encontra fixado em 4 € e a cotação antes da fusão da incorporada for de 6 € já existiria um ganho potencial de 2 €. O cotação das ações da incorporada encontrando-se cotadas a 20 € o novo preço de exercício seria de 2/3 da nova ação, logo 13,33 € (20x(2/3)).

¹⁵⁵ Poderá ser atribuída, além de ações, uma parte em dinheiro desde que não excedam 10% do valor nominal das participações. Ao contrário do direito norte americano a comparticipação pela fusão poderá ser na sua totalidade em dinheiro, pelo que a atribuição de participações sociais como contrapartida da fusão é a *principal característica distintiva do instituto no direito europeu*, MARQUES, Elda, AAVV, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Volume II, Almedina, Coimbra, (2011), p. 162.

¹⁵⁶ Utilizando o exemplo anterior, se as ações da incorporante se encontram a 20 € e os da incorporada a 6€ e a relação de troca é fixada em 1x3, uma ação de 20 € “pagará” a entrada de ativos correspondentes a 18 € (6x3) o que afetará o preço das ações da incorporante. Se o capital da incorporante for de 200.000 ações e o da incorporada de 100.000 ações tem de ser feito um aumento de capital de 33.333 ações (20 cada ação para cobrir 600.000 € de valor da capitalização bolsista da incorporada mais o *plus* de 2 € por cada três ações). Se o valor das duas sociedades é conjuntamente de 4.600.000 €, dividido por 233.333 ações o valor das novas ações será aproximadamente de 19,7 €. Mesmo com um valor de sinergias incorporadas poderá o valor da “nova sociedade” não chegar a cotar nos 20 €, só o acontecerá se o valor das sinergias reconhecidas pelo mercado se fixasse nos 66.666 €.

Quanto à fusão por criação de uma nova sociedade al. b) do n.º 4 do art. 97 DO CSC, os contratos de SO, deveram prever esta situação de forma similar à apresentada para a fusão por incorporação por parte da incorporada. Dado que nesta fusão todas as sociedades fundidas se extinguem (art. 112, al. a), segunda parte, DO CSC).

3.8 Cisões

A cisão¹⁵⁷, paralelamente à fusão, é uma das operações societárias que mais afeta o contrato de SO. A cisão pode adotar três modalidades distintas, a cisão simples¹⁵⁸, cisão-dissolução¹⁵⁹ e a cisão-fusão¹⁶⁰. Estas três modalidades apresentam diversos problemas para os detentores de SO.

No caso da cisão simples, é destacado parte do património para criar outra sociedade, o que afetará os titulares de SO. A redução do património da sociedade terá um impacto direto no preço do ativo subjacente, mesmo que o capital social não seja reduzido (art. 123.º, al. a), primeira parte, DO CSC). Se o ativo é reduzido o impacto no preço do ativo subjacente afetará o valor das opções. Deverá ser aberta a possibilidade de correção do preço de exercício na mesma medida em que os títulos venham a sofrer com a cisão¹⁶¹. Se da cisão simples resultar uma redução de capital (art. 123.º, al. a), *in fine*, DO CSC) já deverá ser corrigido, além do preço de exercício, o número de opções na mesma medida do apresentado para a redução de capital¹⁶².

Com a cisão-dissolução a sociedade extingue-se¹⁶³, e por consequência extinguem-se as suas participações sociais. Por força dessa extinção o contrato será nulo, nos mesmos termos

¹⁵⁷ *A cisão de sociedade constitui um instrumento jurídico de reorganização e reestruturação societária que opera uma divisão da sociedade em duas ou mais sociedade*, MARQUES, Elda, AAVV., *Código das Sociedades...*, op. cit., p. 406.

¹⁵⁸ Art. 118.º, al. a) do CSC.

¹⁵⁹ Art. 118.º, al. b) do CSC.

¹⁶⁰ Art. 118.º, al. c) do CSC.

¹⁶¹ Imaginando o caso de uma sociedade de produção energética, a alienação de contratos de concessão de barragens, por força de uma cisão, é um ativo que poderá ter um impacto determinante no valor da sociedade, mesmo que o seu capital não necessite de ser reduzido por se cumprir o art. 123.º do CSC, por esses contratos serem geradores de resultados positivos com impacto significativo no resultado da sociedade. Nestes casos deverá ser calculado qual o impacto que essa alienação terá nos resultados futuros e qual o impacto expectável no valor da empresa. Não será correto reduzir o preço de exercício apenas com base no comportamento bolsista após o anúncio da cisão, pois essa alteração de preço poderá não resultar apenas do anúncio de cisão.

¹⁶² *Supra* 5.2.3.

¹⁶³ Nos termos da al. b, do n.º 1 do art. 118.º do CSC. Apesar da letra da lei falar em dissolução o efeito é a extinção da personalidade jurídica, MARQUES, Elda, AAVV., *Código das Sociedades...*, op. cit., p. 411, a

apresentados na fusão por incorporação da sociedade incorporada e para a fusão por criação de nova sociedade. Todavia deverá ser prevista a conversão do contrato, alterando-se o objeto do mesmo¹⁶⁴. Essa alteração deverá ser realizada, sobretudo, em relação ao preço de exercício e ao número de opções¹⁶⁵.

A modalidade de cisão-fusão decompõe-se em várias sub-modalidades, desde a cisão-parcial-fusão por incorporação, cisão-parcial-fusão por constituição de nova sociedade, cisão-dissolução-fusão por incorporação e cisão-dissolução-fusão por constituição de nova sociedade¹⁶⁶. A casuística de situações poderá ser infundável pelo que nestas situações o que se terá de fazer é uma operação de ajustamento de preço e número de opções em função do referido para a cisão e depois de apurado esse resultado aplicar o ajustamento referido para a fusão. Ou seja, primeiro ficcionar uma cisão, simples ou por dissolução, depois cuidar essas situações apenas como uma fusão.

A previsão destas situações num plano de SO poderão ser determinantes no desbloqueio de situações que possam surgir durante uma negociação, pelo que o seu fim não será a resolução do problema que possa surgir em concreto, mas a bitola pela qual poderão ser criadas legítimas expectativas de boa resolução.

3.9 Dissolução e Liquidação

As operações de dissolução e liquidação de sociedades poderão ocorrer, maioritariamente, em duas situações. Assim, ou a sociedade encontra-se numa situação financeira difícil, por ventura em processo de insolvência, ou pelo contrário não apresenta qualquer dificuldade financeira e a extinção da sociedade deriva de uma opção estratégica. No primeiro caso as

dissolução propriamente dita é uma fase inicial do processo de extinção, Costa, Ricardo, AAVV, *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Volume II, Almedina, Coimbra, (2011), p. 564.

¹⁶⁴ Mutatis mutandis, vale também o que ficou dito quanto às razões pelo qual deverá a conversão encontrar-se prevista na fusão, uma vez que também é à administração que cabe aprovar o plano de cisão (art. 119.º do CSC).

¹⁶⁵ Segundo BUENO, M. Córdoba, *Guía de las...*, op. cit., p. 93, no caso de cisão-dissolução se um beneficiário tem 1000 opções da sociedade extinta deverá ter o mesmo número, relativo, de ações das sociedades criadas na sequência da cisão. A título de exemplo, se a sociedade originária se encontrar cotada a 6 € e o preço de exercício for de 4, e por cada ação da originária resultar a atribuição de 3 ações de uma nova sociedade e 2 de outra, o beneficiário passará a ter 3000 opções da primeira e 2000 da segunda a um preço de exercício de 1,33 € e 0,44 € respetivamente. A justificação é de que ambas as sociedades representam o valor da sociedade que lhes deu origem pelo que não deverão as opções incidir apenas sobre a sociedade onde o trabalhador/administrador continua alocado.

¹⁶⁶ MARQUES, Elda, AAVV., *Código das Sociedades...*, op. cit., p. 407 e 408.

opções poderão não ter qualquer valor, encontrando-se *out the Money*. Já no segundo caso as mesmas poderão ter valor, encontrando-se *in the Money*.

Se a extinção se operar devido a dificuldades financeiras as ações da sociedade poderão, todavia, encontrar-se *in the Money*. Nestas situações deverá ser concedida uma antecipação do direito de exercício, com prazo certo, até que a sociedade entre em processo de liquidação, evitando desta forma que essas opções possam vir a ser consideradas para fins de indemnização de despedimento¹⁶⁷.

Nas restantes situações em que as opções estão *in the Money* e a sociedade opta por uma reestruturação financeira, poderá ser concedida uma antecipação do período de exercício¹⁶⁸, ou caso a sociedade extinta seja uma sociedade integrada numa relação de grupo, as opções poderão converter-se em opções da sociedade dominante no caso de a subordinada ser a concedente originária¹⁶⁹.

3.10 Operações de Saída de Mercado

As operações de saída de mercado são as operações pelas quais as sociedades deixam de ter contacto com o mercado de valores mobiliários (*going private*)¹⁷⁰. Destas operações podemos ter a exclusão da cotação¹⁷¹, a perda da qualidade de sociedade aberta¹⁷² e a transmissão potestativa tendente ao domínio total¹⁷³. O efeito comum a todas estas operações é a exclusão

¹⁶⁷ A jurisprudência e doutrina espanhola têm sido defensoras da qualificação das SO enquanto complemento salarial contabilizável para fins indenizatórios, HERMIDA, A. Tapia e FRADE, A. Tapia, “Nueva Doctrina Legal sobre las «opciones sobre acciones». Su incidencia en El cálculo de indemnizaciones”, *Revista de Derecho Bancario e Bursátil*, n.º 90 (2003), p. 211 e seg.

¹⁶⁸ BUENO, M. Córdoba, *Guía de las... op. cit.*, p. 94.

¹⁶⁹ Nestes casos tendo a sociedade extinta um único acionista controlador ou maioritário (a sociedade dominante) não haverá problemas quanto à aprovação do plano, uma vez que este poderá ter o aval daquele. Haverá uma conversão automática do contrato, alterando-se assim o objeto, passando o ativo subjacente a ser as ações da sociedade dominante ou definir-se este como objeto subsidiário em caso de extinção da sociedade.

¹⁷⁰ CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito...*, *op. cit.*, p. 779.

¹⁷¹ A exclusão da cotação pode ser voluntária ou provocada, todavia no nosso sistema jurídico apenas é admitida a exclusão provocada, isto é, por iniciativa da entidade gestora da bolsa ou da CMVM (art. 213.º do CVM), e com mais desenvolvimentos: CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito...*, *op. cit.*, p. 788.

¹⁷² Encontra-se regulada nos art. 27.º a 29.º do CVM. A perda de qualidade de sociedade aberta depende de declaração da CMVM (art., 27.º, n.º 2, e 28.º, n.º 1) e implica a imediata exclusão da negociação em mercado regulamentado das ações da sociedade e dos valores mobiliários que dão direito à sua subscrição e aquisição (como será os *warrants*) (art. 29 n.º 2).

¹⁷³ Encontra-se regulada no 490.º do CSC e no 194.º e seg. do CVM. A transmissão potestativa *parte de uma situação de domínio qualificado – 90% do capital social, na lei societária, e 90% dos direitos de voto abrangidos pela OPA antecedente (...) – para legitimar duas situações jurídicas simétricas: um direito de aquisição forçada por parte do sócio maioritário; e um direito de alienação forçada por banda dos sócios minoritários*, CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito...*, *op. cit.*, p. 804.

da negociação em mercado regulamentado das ações da sociedade¹⁷⁴, tendo um impacto direto nos títulos, pois passamos de um ativo subjacente com liquidez para um ativo ilíquido, sem a possibilidade¹⁷⁵ de venda futura nos mercados¹⁷⁶.

A exclusão não afetará o direito de opção nos mesmos termos em que afeta as SO nas fusões e cisões, uma vez que estas operações não fazem extinguir os títulos nem provoca a sua diluição, como no aumento de capital, mas antes a sua liquidez, pelo que, as opções, poderão ainda ser exercidas e os titulares adquirir o ativo subjacente.

Todavia, e em função destas operações o preço de exercício será afetado, pois na sua determinação esteve por base um ativo líquido.

Bem será de ver que as operações de saída de mercado estão muitas vezes ligadas a ciclos económicos de baixa de cotações (*bear markets*)¹⁷⁷. Nestes termos, as SO, não raras as vezes, no momento anterior à opção pela saída de mercado já se encontram *out of the Money*.

As situações em que a saída de mercado é voluntária resultam, na sua maioria, de uma opção dos principais acionistas. Ou porque não necessitam do mercado enquanto fonte de financiamento da sociedade, ou não se justificam os custos de manter a mesma no mercado¹⁷⁸. Essa opção poderá ser meramente estratégica e as SO encontrarem-se *in the Money*, prejudicando os detentores de SO, nos termos *supra* referidos.

As operações de saída de mercado deverão encontrar-se salvaguardadas no contrato, dado que essa situação pode levar a um desalinhamento de interesses.

Uma das soluções poderá ser o exercício antecipado das opções e revenda das mesmas à sociedade¹⁷⁹, ou aos acionistas. Não obstante, deverá ser salvaguardada uma outra situação. Se uma das finalidades das SO é a fidelização dos beneficiários essa revenda deverá estar condicionada a uma cláusula de reversão sujeita a um período mínimo. No caso de serem exercidas pelos administradores esse período deverá ser até ao termo do seu mandato, pois

¹⁷⁴ Art. 29.º, n.º 2, 195, n.º 4, e 213 do CVM. A exclusão da cotação tem esse efeito imediato, e as restantes um efeito mediato.

¹⁷⁵ Pelo menos durante um ano no caso da perda da qualidade de sociedade aberta (art. 29.º, n.º 2, in fine).

¹⁷⁶ BUENO, M. Córdoba, *Guía de las...*, op. cit., p. 95.

¹⁷⁷ CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito...*, op. cit., p. 779.

¹⁷⁸ CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito...*, op. cit., p. 782.

¹⁷⁹ Respeitando os limites do art. 317, n.º 2, do CSC e/ou os estatutos da sociedade.

após a sua revenda podem deixar a sociedade por outra que lhe apresente um pacote remuneratório mais aliciante¹⁸⁰.

Se os beneficiários pretenderem manter as opções, por considerarem que a sociedade tem uma boa perspectiva de crescimento e de valorização do seu investimento, e não as exercerem antecipadamente, deverá ser efetuada uma correção negociada dos preços de exercício devido à sua perda de liquidez, e por outro lado, dever-se-á garantir que as mesmas possam ser vendidas à sociedade ou aos acionistas em certas situações.

¹⁸⁰ BUENO, M. Córdoba, *Guía de las...*, *op. cit.*, p. 96.

CONCLUSÃO

Os ciclos económicos têm um impacto significativo na forma ou no interesse como se abordam os problemas que surgem. Com as crises económicas muito se escreve sobre o que correu mal, apresentando-se propostas para as situações que deram origem às mesmas, de modo a que não se voltem a repetir. As intervenções legislativas comunitárias e internas, bem como as recomendações e regulamentos emitidos pelas instituições com intervenção ou interesse em regular os mercados, são um exemplo dessa intervenção reacionária aos problemas. Todavia, em períodos de expansão e crescimento económico há uma tendência de entusiasmo que faz adormecer aqueles que tanto profetizaram em tempos de crise.

Em períodos de crescimento económico tanto os objetos de estudo como as preocupações daqueles que atuam no mercado são outras. O mercado a isso obriga.

As SO são um exemplo disso, neste tão recente período de crise deixaram de ser um problema pois quase que desapareceram. Estarão condenadas a desaparecer? Pensamos que não.

Mas e agora. Com a perspectiva de crescimento económico será que os mesmos erros voltarão a ser cometidos? Talvez. Pelo menos no que toca ao instrumento em estudo.

E porque?

Se por um lado os estudos em torno das remunerações já são muito, o instrumento que teve por base o desalinhamento de interesses de forma mais evidente, pois existirão outros com igual impacto, foram as SO dos anos 90.

A evolução legislativa e doutrinária em torno da remuneração tem-se ocupado de dois grandes problemas, o *corporate governance* e o *disclosure*, mas a remuneração dos administradores envolve outro grande problema: a estrutura. Os dois primeiros a serem resolvidos são meio caminho andado, dado que os mecanismos de controlo interno e a transparência da informação relativa às modalidades de remuneração são determinantes para que os erros não se voltem a repetir.

Todavia, o problema começa de baixo, se uma casa for construída em cima de areia não há telhado que lhe valha, cairá outra vez e outra vez se construída no mesmo sítio.

Se os problemas começam de baixo é por aí que devem começar a ser atacados. Quanto às SO existem muitos.

É evidente que a remuneração variável em SO é admitida por lei em Portugal. Todavia, é pouca a sua regulamentação. Não será ao legislador que caberá a regulamentação deste instrumento, pelo menos a título exaustivo. Mas poderá caber ao regulador do mercado esse papel a título oficioso, uma vez que dentro das suas competências está um princípio maior, a estabilidade do mercado.

As SO são um instrumento que têm por base títulos imobiliários, ações, pelo que as operações subjacentes às mesmas deverão ser reguladas.

Concretizando, a concedente não deverá ser autorizada a emissão de SO que tenha por base títulos de uma sociedade em que esteja em relação de grupo sem que a esta seja prestada qualquer contrapartida. Já a forma como as ações serão disponibilizadas caberá à administração, estudando, qual a melhor forma de o fazer.

As modalidades de SO são múltiplas e poderão ser construídas para lá da imaginação de qualquer regulador mas todas elas têm algo em comum, o ativo subjacente são títulos imobiliários, com um preço de exercício pré-determinado, a ser exercidas por colaboradores da sociedade concedente.

Para que tanto a sociedade como os beneficiários das SO não saiam prejudicados por um contrato de SO mal desenhado deverá ser obrigatório o *repricing* das opções e a sua alteração quando a vida societária a isso obriga. Mas já não quando o mercado assim o impõe, isto é, quando a cotação do ativo subjacente baixa por força do escrutínio que o mercado faz da sociedade quando não estão em causa alterações ao capital social da concedente, autorizadas pelos seus acionistas.

Tendo em conta que entre o momento da concessão das SO e o seu exercício decorre um período mais ou menos longo (pelo menos 3 anos) o preço de exercício não deverá ser estabelecido *at the Money*, e antes ter em consideração o efeito tempo e o valor de retorno esperado para o acionista.

Os preços de exercício indexados não terão grande aplicabilidade no mercado português devido à falta de comparáveis, por força do nosso reduzido mercado.

Quanto às alterações que o contrato de SO pode sofrer ao longo do período de espera há que concluir o seguinte:

- i. A oferta pública de distribuição deverá encontra-se salvaguarda nos contratos de SO, devido à alteração provocada no valor do ativo subjacente, o que poderá levar ao

- afastamento dos investidores no caso de estes terem de suportar toda a mais-valia gerada pela liquidez adquirida pelos títulos. Além de ser necessária a previsão de não alienação dos títulos por um período de tempo considerado necessário a estabilização do ativo no mercado;
- ii. As ofertas públicas de aquisição por sua vez não necessitaram de estar previstas no contrato de SO, dado que a mais-valia hipotética gerada pela oferta beneficia de igual modo os beneficiários das SO como os acionistas da concedente;
 - iii. O *reprincing* e ajuste do número de opções nas situações de aumento de capital deverão encontrar-se asseguradas, garantido que por força da diluição provocada a desvalorização do ativo não afetará os beneficiários, e o conseqüente desalinhamento de interesses;
 - iv. O *repricing* nas situações de redução de capital deverão estar previstas, todavia as razões pelas quais se realizam essa operação são múltiplas e dificilmente se verifica um comportamento uniforme no valor do ativo subjacente em resultado desta operação, pelo que o mesmo deverá ser admitido, mas com o escrutínio da Assembleia Geral da sociedade – ou comissão por ela criada – que aprovou esse plano. O número de opções no caso em que haja uma redução do capital por extinção das participações sociais também deverá estar previsto, uma vez que o número de opções atribuídas teve em conta essas participações sociais extintas. E com o exercício das opções poderá verificar-se uma alteração indesejável na estrutura de controlo da sociedade;
 - v. No split de ações é outra das operações que deverá estar prevista no contrato de SO, todavia a alteração do preço de exercício e do número de opções bastará ser alterado em função da divisão de títulos;
 - vi. É no pagamento de dividendos onde mais problemas podem surgir, uma vez que o seu impacto não é tão visível como nas restantes operações societárias, mas é pela sua manipulação que se têm empolado o seu valor. Os dividendos são parte do valor do ativo subjacente e a sua política altera substancialmente o valor das ações pelo que deverá ser considerado tanto no momento da fixação do preço de exercício como na alteração desse. Os planos do BPI e BES preveem a alteração, todavia a forma como o

preço de exercício é fixado *ad initio* não facilita essa mesma alteração, dado serem fixados *at the Money*, desconsiderando o fator tempo e dividendos;

- vii. A fusão e a cisão deverão encontrar-se previstas nos contratos de SO de forma a evitar o bloqueio dessas operações por parte da administração. A previsão poderá ir desde a antecipação do direito de opção à conversão do objeto do contrato, alterando-se o ativo subjacente, ou adesão ao plano da sociedade incorporante. Contudo a possibilidade de exercício antecipado deverá ser acautelada com cláusulas de limitação de voto e manutenção das ações, pois sem elas poderá chegar-se ao mesmo resultado que se pretendeu evitar. Não se encontrando previstas estas situações nos planos analisados;
- viii. A dissolução de sociedade também deverá estar prevista. A antecipação do período de exercício ou a sua conversão em SO da sociedade dominante poderá ser vantajoso caso haja lugar a despedimento, uma vez que as mesmas poderão ser contabilizáveis para fins indemnizatórios;
- ix. As operações de saída de mercado têm o efeito contrário da entrada, ou seja a perda de liquidez dos seus títulos. Os beneficiários de SO não têm um “direito de alienação potestativa das opções”, pelo que deverá ser salvaguardada essa situação. As opções não se extinguem mas podem perder todo o seu valor. Pelo que deverá ser garantido a aquisição das ações pela sociedade, respeitando os limites legais, e/ou renegociado o preço de exercício.

BIBLIOGRAFIA

AAVV., Comissão Europeia, Direção-Geral da Empresa, *Opções de Ações para Empregados, o enquadramento jurídico e administrativo dos planos de opções de ações para empregados da UE*, junho de 2003.

ABREU, J. Coutinho de, *Governança das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra (2010).

ABREU, J. Coutinho de, AAVV., *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Volume VI, Almedina, Coimbra, (2013).

ANDRÉS, Aníbal Sánchez, “Las Llamadas *Stock Options* y las Fórmulas Mágicas de la Ciencia Jurídica”, AAVV., *Derecho de sociedades: libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, Vol. 2, McGraw-Hill, Madrid (2002).

ALMEIDA, Carlos Ferreira, *Contratos, I*, Almedina, Coimbra (2003).

ANTUNES, J. Engrácia, “Os Derivados”, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 30, (2008).

BARRACLOUGH, Kathryn, et al., *Stock option contract adjustments: The case of special dividends*, *Journal of Financial Markets* (2001).

BREALEY, Richard, MYERS, Stewart, *Princípios de Finanças Empresariais*, McGraw-Hill, Lisboa (1998).

BUENO, M. Córdoba, *Guía de las Stock Options*, Deusto, Bilbao (2001).

CÂMARA, Paulo, *Código do Governo das Sociedades Anotado*, Almedina, Coimbra (2012).

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.º 7 (2000).

CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra (2009).

COSTA, Ricardo, AAVV., *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Volume II, Almedina, Coimbra, (2011).

CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra (2012).

DIAS, Gabriela Figueiredo, “O Governo das Sociedades Anónimas”, AAVV., *O Governo das Organizações - A Vocação Universal do Corporate Governance*, Almedina, Coimbra (2011).

DOMINGUES, Paulo de Tarso, *Variações sobre o Capital Social*, Almedina, Coimbra (2009).

DOMINGUES, Paulo de Tarso, AAVV., *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Volume V, Almedina, Coimbra (2012).

DOMÍNGUEZ-ALCAHUD, Jesualdo e MUNGUIRA, Juan, “Contrato Tipo de Stock Options y/o Colocacion de Acciones entre Empleados”, *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 11 (1998).

FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh, “Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence, and Reform Perspectives”, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 1, n.º 3 (2004).

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

FRANCISCO, Paulo, “Liquidez e Características Intrínsecas das Acções – Ocaso do Mercado Europeu”, in *Caderno do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 34 (2010).

GIÃO, João Sousa, “Conflito de Interesses entre Administradores e Accionistas na Sociedade Anónima: Os Negócios com a Sociedade e a Remuneração dos Administradores”, in *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro – “Um Balanço a partir da Crise Financeira”*, Almedina, Coimbra (2010).

GOMES, Fátima, *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra (2011).

GOMES, Fátima, “Remuneração de administradores de sociedades anónimas «cotas», em geral, e no sector financeiro em particular”, *I Congresso, Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra (2011).

HERMIDA, A. Tapia e FRADE, A. Tapia, “Nueva Doctrina Legal sobre las «opciones sobre acciones». Su incidencia en El cálculo de indemnizaciones”, in *Revista de Derecho Bancario e Bursátil*, n.º 90 (2003).

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

JENSEN, Michael, MECKLING, William, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 n.º 4, (1976).

JENSEN, Michael, 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”, *Harvard NOM Working Paper n.º 04-28; ECGI – Finance Working Paper n.º. 44* (2004).

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

JOHNSON, Calvin H., “Why Stock and Stock-Options Compensation are Such a Terrible Idea”, *U of Texas Law, Law and Econ Research Paper* n.º 003 (2003).

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

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

MAIA, Pedro, “Corporate Governance em Portugal”, *Questões de direito societário em Portugal e no Brasil*, Almedina, Coimbra (2012).

MARQUES, Elda, AAVV., *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, Volume II, Almedina, Coimbra, (2011).

MARTIN, Geoffrey P., “Executive Stock Options as Mixed Gambles: Revisiting the Behavioral Agency Model”, *ACAD Manage Journal* (2013).

MARTIN, Kenneth, THOMAS, Randall, “When it’s enough, enough? Market Reaction To Highly Dilutive Stock Options Plans and the Subsequent Impact On CEO Compensation”, *Vanderbilt University Law School Law and Economics*, Working Paper n.º 03-06 (2006).

MARTINS, Alexandre Soveral, “Da personalidade e capacidade jurídica das sociedades comerciais”, AAVV., *Estudos de Direitos das Sociedades*, Almedina, Coimbra (2010).

MURPHY, Kevin J., “Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There”, *Marshall School of Business Working Paper* n.º FBE 07.12. Disponível em: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2041679>, (2012).

OLIVEIRA, António Fernandes de, “Remuneração de Administradores e Planos de Aquisição de Acções”, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários* (2004), n.º 19.

PEREIRA, Jorge Brito, *A OPA Obrigatória*, Almedina, Coimbra (1998).

PINTO, Carlos Mota, *Teoria Geral do Direito Civil*, Coimbra Editora, Coimbra (2005).

RUÍZ, Iciar Alzaga, *Las Stock Options – Un estudio desde el punto de vista del Derecho del Trabajo y de la Seguridad Social*, Civitas Ediciones, Madrid (2003).

SIMÃO, Carita, “A remuneração dos Administradores das Sociedades e as suas implicações no contexto da crise Financeira Mundial”, in *Separata da Revista das Sociedades*, Ano II, Almedina, Coimbra (2010).

TYNKKYNNEN, Mikko, *Employee stock option valuation in mergers and acquisitions: Story of lost time values* (2010). Disponível em: <https://aaltodoc.aalto.fi/handle/123456789/428>.

VASCONCELOS, Pedro País, *Contratos Atípicos*, Almedina, Coimbra (2005).

VENTURA, Raúl, *Alterações do Contrato de Sociedade*, 2.º edição, Almedina, Coimbra (1988).

VENTURA, Raúl, *Fusão, Cisão, Transformação de Sociedades*, Almedina, Coimbra (1990).

YELPO, Pablo Collazzo, “Retribución ajustada a rendimento relativo: el caso de las opciones indizadas”, *Revista de Derecho de Sociedades*, n.º 23 (2004).

OUTRAS REFERÊNCIAS:

Plano de Remuneração Variável em Instrumentos Financeiros do Banco Espírito Santo, S.A.
Disponível em:

<http://www.bes.pt/sitebes/cms.aspx?plg=4301e0fb-c0b5-4258-a0a3-ebc4cf5f7ddb>

Regulamento do Programa de Remuneração Variável em Acções do Banco do BPI.
Disponível em:

http://rep.bancobpi.pt/RepMultimedia/getMultimedia.asp?channel=Multimedia%20-%20Site%20RI%20-%20Renumeracao%20E7%E3o&content=Regulamento_RVA

Regulamento do Plano de Atribuição de Acções ou Opções da ZON Multimédia, SGPS, S.A..
Disponível em:

http://www.zonoptimus.pt/institucional/EN/AssembleiaGeral/April2008/Documents/Proposals/ANEXO_PROPOSTA_ITEM_5.pdf

SITES:

WWW.CMVM.PT

WWW.BPORTUGAL.PT

WWW.BANCOBPI.PT

WWW.BES.PT

WWW.ZONOPTIMUS.PT

WWW.EUROPA.EU

WWW.SSRN.COM

WWW.GOVERNANCELAB.ORG

WWW.CG.OV.PT

WWW.DRE.PT

HTTP://HBR.ORG/