

OPÇÕES DE COMPRA DE AÇÕES E BÔNUS DE SUBSCRIÇÃO

Revista dos Tribunais | vol. 631 | p. 63 | Mai / 1988
Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial | vol. 8 | p. 281 | Dez / 2010
DTR\1988\101

Paulo César Aragão

Advogado no Rio de Janeiro

Área do Direito: Financeiro e Econômico; Comercial/Empresarial

Sumário:

Pretende-se, inicialmente, neste trabalho, analisar os aspectos mais relevantes da instituição de um plano de opção de compra de ações em benefício dos administradores e empregados de uma companhia.

2. A opção de compra de ações representa um direito, de natureza contratual, com base no qual o seu titular, administrador ou empregado da companhia, ou pessoa natural que lhe preste serviços ou a outra sociedade controlada, pode subscrever, nas condições aprovadas pela assembleia-geral, ações de emissão da companhia, pagando o respectivo preço. Existe na lei, como se vê, uma certa impropriedade terminológica, pois o titular da opção não está *comprando* ações, em sentido estrito, mas, antes, subscrevendo novas ações.

3. Ainda que a opção de compra tenha traços de semelhança com os bônus de subscrição (versão brasileira dos *stock purchase warrants*, e que serão de análise distinta), na medida em que também assegura o direito de subscrever futuramente ações da companhia, a distinção fundamental reside no fato de que as opções não se acham incorporadas em um título de crédito e, por isto mesmo, não são transferíveis por endosso ou simples tradição, como ocorre com os bônus de subscrição.

4. Há várias outras distinções de importância: o bônus de subscrição, quando alienado separadamente de uma emissão de ações ou debêntures, deverá sê-lo sempre em caráter oneroso, ou, em outras palavras, o interessado na sua aquisição deverá pagar o respectivo preço (correspondente, *grosso modo*, ao prêmio do mercado de opções da Bovespa), além de subscrição das ações, se resolver exercitar o direito contido no bônus. A opção de compra, ao contrário, tem caráter gratuito, nada sendo cobrado dos administradores e empregados na sua concessão.

5. Há ainda outra diferença relevante: quando da criação de bônus de subscrição a companhia é obrigada a conceder direito de preferência aos seus acionistas para a aquisição dos mesmos bônus; no caso da opção de compra, ao contrário, *não existe* este direito de preferência, em nenhuma circunstância.

6. Trata-se a opção de compra de ações, a rigor, de um direito pessoal do beneficiário indicado pela assembleia-geral (ou que se encontre nas condições gerais nelas previstas), com base no qual ele poderá tomar uma participação na empresa a que presta serviços.

7. Na verdade, a justificativa econômica para a concessão do benefício já define as suas condições básicas: segundo tradicionalmente se conceitua, a função precípua dos administradores de uma companhia é a maximização do patrimônio de seus acionistas, através de um desempenho e da geração de lucros reconhecida pelo mercado, que resulte em uma valorização das ações da companhia.

8. A opção de compra de ações representa o direito a participar dessa valorização. Na medida em que o administrador ou o empregado tem a possibilidade de subscrever ações a um preço preestabelecido de, por hipótese, Cz\$ 1,00, compatível com o respectivo preço de mercado na ocasião da outorga da opção, e tais ações valorizam-se por força do reconhecimento pelo mercado do resultado da atividade do administrador ou do empregado, passando a serem cotadas a Cz\$ 2,00, o administrador ou empregado tem a possibilidade de também participar dessa valorização, adquirindo as ações a Cz\$ 1,00 e eventualmente as revendendo no mercado a Cz\$ 2,00, ou percebendo os dividendos de um incremento do lucro que essa valorização reflete.

9. Desnecessário recordar que esta sistemática é muito utilizada nos Estados Unidos da América, onde o ganho de capital decorrente da venda de ações no mercado era tributado, até 1986, de forma mais favorável do que seriam os rendimentos de igual valor. No Brasil, em que o ganho de capital, supondo a negociabilidade em Bolsa das ações subscritas, é *totalmente isento*, a vantagem é, obviamente, muito maior.

10. Esta imensa vantagem fiscal torna, aliás, o sistema de opções de compra muito mais atrativo do que o regime da participação nos lucros da companhia, objeto de onerosa tributação na declaração de rendimentos dos administradores.

11. Note-se, desde logo, que a companhia não está procedendo, no momento da outorga da opção, a nenhuma distribuição do patrimônio do acionista, como ocorreria em caso do pagamento de uma gratificação sobre o resultado, mas, sim, permitindo que o administrador ou o empregador participem da eventual valorização das ações através da compra de ações a um preço predeterminado.

12. Desta forma, e ainda que, economicamente, a subscrição de ações se venha a dar, no futuro, a um preço que eventualmente corresponda a uma certa diluição do patrimônio do acionista, se a valorização das cotações reflete um aumento do patrimônio líquido, esta diluição nada mais representa do que a contrapartida da retribuição àquele que contribuiu decisivamente para maximizar o patrimônio do próprio acionista.

13. Por outro lado, se o mercado não reconhecer o resultado da atuação de administradores e empregados, não se alterando as cotações das ações da companhia, essas opções de compra terão nenhum significado econômico, nada sendo devido pela companhia a título de compensação por este fato.

14. Trata-se, assim, de uma vantagem econômica de cunho absolutamente contingente, dependente das circunstâncias do mercado.

15. Para que se possa adotar um plano de opções de compra será eventualmente necessária uma alteração estatutária, com a adoção do regime de autorização para aumento de capital independentemente de reforma do estatuto (o chamado "regime do capital autorizado"), que não tem qualquer repercussão nos direitos e vantagens dos acionistas e, por isto mesmo, não permite o exercício do direito de retirada.

16. Adotado o regime do capital autorizado, a companhia poderia, por decisão simultânea de sua assembléia-geral, estabelecer as condições gerais para a outorga da opção e para o seu exercício.

17. Note-se, por sinal, que nada impede que a companhia, para não ter de emitir novas ações, venha a adquirir ações existentes e as mantenha em tesouraria, com o fim precípuo de serem alienadas aos administradores e empregados, nas condições aprovadas pela assembléia geral extraordinária. Neste caso, o ganho obtido pela companhia na revenda das ações será isento de imposto de renda e, de acordo com a Instrução Normativa 77/86 da Secretaria da Receita Federal, não será aplicável o disposto no art. 15 da Lei 7.450/85, que tornou exigível o imposto de renda na fonte nas operações com ações em tesouraria caso a compradora seja companhia aberta e adquira tais ações em Bolsa.

18. O primeiro aspecto a ser definido no plano de outorga de opções diz respeito, obviamente, ao número de ações e à respectiva espécie a que os beneficiários das opções de compra, em conjunto, irão fazer jus. Desta forma, a assembléia-geral irá deliberar o volume máximo de emissão de novas ações que, mediante o pagamento do respectivo preço, poderão ser emitidas, bem como se as mesmas serão ordinárias ou preferenciais.

19. Um comentário preliminar a ser feito a propósito da deliberação assemblear, que envolve a dimensão do plano de opções e as respectivas condições de exercício, diz respeito às responsabilidades do acionista controlador, devendo o plano guardar a necessária equidade e, mais ainda, reverter comprovadamente em benefício da companhia.

20. Isto não ocorreria, por hipótese, se as opções correspondessem a um volume despropositado de ações ou se o preço de exercício, já no momento da aprovação do plano respectivo, estivesse *abaixo* das cotações de mercado das ações-objeto.

21. Em seguida, caberá estabelecer quais serão os administradores e empregados que farão jus a tal vantagem, valendo destacar que a lei societária admite, de forma clara, que empregados e administradores de sociedades *controladas* pela companhia possam ser também beneficiários das ditas opções (mas não de sociedades *coligadas*, a não ser que também tenham prestado serviços à companhia, ainda que sem vínculo empregatício).

22. A matéria já foi, inclusive, objeto de exame pela Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, que, pelo Parecer CVM/SJU-37/74, aceitou, de acordo com os termos do despacho do então superintendente jurídico, que tais opções de compra fossem outorgadas também a prestadores de serviço, com vínculo empregatício, de empresas controladas pela eventual emissora de ações. Ainda que a questão não tenha sido expressamente discutida pela CVM, parece-nos que a mesma orientação vale para os administradores e empregados das sociedades controladas, também habilitados ao benefício.

23. Caberá à assembléia-geral, por proposta da administração, definir parâmetros gerais para estabelecer os beneficiários da proposta, tais como tempo de serviço, remuneração, e assim por diante.

24. O passo subsequente é, naturalmente, a definição do preço de exercício e do prazo respectivo. Sugere-se, no tocante ao preço de exercício, e de acordo com o conceito básico ora em exame, que o mesmo tenha por base o preço de mercado em vigor na ocasião da concessão da opção de compra, eventualmente acrescido de um determinado valor correspondente ao crescimento vegetativo da companhia, previsível durante o período de validade da opção.

25. É evidente, por outro lado, que o preço de exercício da opção deverá, no plano aprovado pela assembléia-geral, considerar eventuais ajustes decorrentes de desdobramentos ou grupamentos no número de ações da companhia, para impedir quaisquer distorções.

26. Outra questão a ser determinada pela assembléia diz respeito ao prazo de exercício da opção, que há de ter, certamente, um período de carência mínimo, de sorte a evitar que, logo em seguida à sua concessão e sem que se verifiquem os elementos que justifiquem o gozo do benefício, a opção seja exercida em decorrência de uma eventual conjuntura favorável do mercado.

27. Sugere-se, por isto, que a opção possa ser exercida apenas durante um período predeterminado, que também sofre outras limitações em decorrência da condição de companhia aberta da outorgante da opção, sendo relevante destacar o fato de que a aquisição de ações decorrente do exercício de opção de compra *não* exclui uma eventual acusação de insider trading, caso a aquisição se verifique em período durante o qual esteja o administrador (ou o empregado) de posse de informação relevante ainda não disponível para o mercado.

28. Por isto, o prazo ideal para a opção de compra eventualmente concedida ao ensejo da assembléia-geral ordinária anual (ainda que em uma assembléia-geral extraordinária realizada simultaneamente) deveria iniciar-se após a publicação do balanço do exercício, ou, mais conservadoramente, tendo em vista a possibilidade de outros benefícios não refletidos nas demonstrações financeiras, após a realização da assembléia-geral ordinária, perdurando por um prazo razoável, mas não muito longo.

29. Note-se, por sinal, que a existência do plano de opção de compra de ações está sujeito a divulgação não apenas em caráter genérico, como parte das notas explicativas às demonstrações financeiras (Lei 6.404, art. 176, § 5.º, "g"), mas em relação a cada administrador, se lhe for solicitada tal informação por acionista titular de mais de 5% do capital social, nos termos do art. 157, § 1.º, "b", da mesma Lei 6.404/76.

30. Mas, ainda, e de acordo com a Instrução CVM-60, de 14.1.87, as opções de compra de ações deverão ser objeto de informação específica no quadro 27 do formulário denominado IAN (Informações Anuais remetidas à CVM).

31. Uma palavra deve ser dita a propósito da mecânica do exercício das opções de compra: conforme acima referido, a adoção do regime de autorização para aumento de capital independentemente de reforma estatutária torna possível que, ao ensejo do exercício das opções, sejam emitidas novas ações sem deliberação assemblear.

32. Exige a lei societária, tão-somente, que, dentro de 30 dias subseqüentes à efetivação do aumento, mediante o pagamento do preço de subscrição das ações, a companhia proceda à averbação do aumento na Junta Comercial, de acordo com o § 1.º do art. 166 da Lei 6.404/76.

33. Tendo em vista o fato de que o aumento de capital poderá dar-se em diversas ocasiões, em relação às opções de diversos administradores ou empregados, é recomendável que se adote prática similar à das companhias abertas que emitem debêntures conversíveis e que procedem a uma reunião mensal do conselho de administração, tomando conhecimento das conversões verificadas nos últimos 30 dias, e arquivam na Junta Comercial o texto da dita deliberação, dando atendimento à exigência legal.

34. Isto não se aplica, naturalmente, ao caso da opção sobre ações em tesouraria, onde nada há a averbar.

35. Um ponto relevante a ser considerado diz respeito à possibilidade de o direito decorrente da opção de compra ser cedido a terceiros. Ainda que não se trate de um título de crédito, o princípio geral contido no art. 1.065 do CC é o de que quaisquer créditos podem ser cedidos, a menos que a convenção com o devedor (no caso, a companhia) o proíba. Parece intuitivo que o plano de outorga de opções de compra deve vedar qualquer cessão a terceiros, onerosa ou gratuita, do direito à subscrição de ações, ressalvado o exercício das opções, eventualmente, pelo cônjuge e pelos herdeiros, em caso de falecimento do beneficiário.

36. Deve, ademais, ser disciplinada a situação do administrador ou empregado que, no curso do período de carência, vier a ser desligado da companhia, voluntariamente ou por decisão da companhia. Parece-nos que, em tal caso, até mesmo a necessidade de que esse benefício não se confunda com as vantagens oriundas do contrato de trabalho justifica que a opção não mais possa ser exercida, sendo irrelevante se o empregado ou administrador teve ou não a iniciativa da dispensa. Isto não se aplicaria, é claro, na hipótese de aposentadoria, em que o direito seria preservado.

37. Ainda a tal propósito, é de ser recordado que, a despeito da eventual falta de lógica do sistema legal, ele é muito claro no sentido de que as ações decorrentes do exercício da opção de compra *não têm qualquer restrição* à respectiva alienabilidade, podendo ser vendidas a quaisquer momento após a sua compra.

38. Nada obsta, por outro lado, a que se estabeleça que o plano de opção de compra de ações admitirá o exercício parcial da opção, de sorte a permitir que o administrador ou empregado beneficiário do plano possa dimensionar sua decisão de investimento no curso do período definido para o exercício da opção, sem ter de fazê-lo de uma só vez.

39. Algumas considerações adicionais devem ser desenvolvidas a respeito do tema: uma delas diz respeito ao suposto pioneirismo da adoção da sistemática pela companhia.

40. A rigor, isto não é exato: a companhia aberta Lojas Americanas S/A já tem, há algum tempo, um sistema de opções de compra a seus administradores e empregados, planos similares estando, hoje, em estudo por outras companhias abertas como a DF Vasconcelos e a Gabriel Calfat.

41. Não se trata, assim, de algo efetivamente desconhecido pelo mercado, que já tem a necessária sofisticação para saber analisar as projeções de lucro por ação considerando a eventual diluição decorrente do exercício de todas as opções pendentes (ainda que, obviamente, isto possa ser fornecido como informação adicional constante das notas explicativas das demonstrações financeiras, se for considerado de interesse da companhia).

42. Outro ponto freqüentemente discutido diz respeito aos critérios de participação das ações subscritas no resultado da companhia: recomenda-se, inclusive por uma questão de regularidade no mercado das ações da companhia, que *não* se atribua a tais novas ações um dividendo prorata tempore, mesmo porque existiria, em tal caso, uma certa contradição em termos, tanto que a valorização das ações nada mais é do que a antecipação dos futuros dividendos, inclusive aquele do próprio exercício da subscrição, ao qual não faria jus o subscritor. Ademais, a supressão ou restrição desse direito aos dividendos criaria um duplo mercado (entre ações com dividendo integral e ações com dividendo parcial) inconveniente para a companhia e tiraria a liquidez das ações para o administrador ou empregado interessado em aliená-las.

43. É importante notar, ademais, que eventuais aspectos de relacionamento com o quadro funcional da companhia que poderiam desaconselhar o plano ficariam afastados se o mesmo plano, ainda que virtualmente, fosse também estendido aos empregados, preenchidos determinados requisitos, tais como tempo de serviços e salário (este é o caso, aproximadamente, da Construtora João Fortes S/A).

44. Em termos práticos, e visando a evitar maiores questionamentos, a assembléia-geral extraordinária poderia aprovar um plano de opções em que a quantidade de ações cuja compra é adquirida fosse definida com base na multiplicação de dois fatores, com pesos adequados: tempo de serviço à companhia e suas controladas e coligadas e faixas salariais - apurando-se um índice que seria aplicado sobre o total disponível de ações existentes em tesouraria ou previstas no plano de opções. Desta forma se asseguraria aos administradores a participação adequada, mantendo-se formalmente direito similar para os empregados.

45. Cremos também ser relevante discutir a questão da eventual integração da opção de compra no contrato de trabalho, para os fins previstos na legislação previdenciária e trabalhista.

46. Este problema não se coloca, obviamente, para os integrantes do conselho de administração da companhia, que em hipótese alguma poderiam ser considerados empregados, nem para aqueles diretores que, pela sua situação hierárquica, tampouco têm o chamado *vínculo de subordinação* que caracteriza o contrato de trabalho.

47. Ao contrário, no caso dos empregados da companhia, cuja relação tem, incontestavelmente, a natureza de um contrato de trabalho, cabe analisar-se mais detalhadamente a questão.

48. De acordo com os arts. 457 e ss. da CLT (LGL\1943\5), integram o salário, além do pagamento em dinheiro, também a alimentação, habitação, vestuário ou outras prestações *in natura* que a companhia fornecer habitualmente ao empregado, como contraprestação de seus serviços.

49. Como se vê, o *salário*, pago em dinheiro ou em utilidades, é a "retribuição dos serviços prestados pelo empregado, por força do contrato de trabalho, sendo devido e pago diretamente pelo empregador que deles se utiliza" (Arnaldo Sussekind, Instituições..., v. 1/246).

50. Nessa linha, a jurisprudência tem admitido, de forma tranqüila, que a participação nos lucros decorrentes de previsão legal ou de ajuste das partes, e paga em caráter habitual, tem cunho salarial.

51. A opção de compra, porém, tem índole distinta: a companhia não está efetuando nenhum pagamento ao empregado de natureza retributiva, nem muito menos atribuindo-lhe direito à participação nos lucros (que até pode ser simultaneamente outorgado, mas não se confunde com a opção de compra).

52. Ao contrário, a companhia está permitindo, por deliberação assemblear, que o empregado possa subscrever ações a um preço preestabelecido, conservando-as ou não em seu patrimônio.

53. Se, eventualmente, decidir aliená-las, o ganho de capital decorrerá de fato alheio à companhia, sendo pago por terceiros e totalmente desvinculado do contrato de trabalho.

54. O administrador ou empregador beneficiário do plano de opção de compra de ações não está, enfim, participando dos lucros da companhia, como ocorreria se lhe fosse paga uma gratificação. Está - isto, sim - beneficiando-se da valorização de seu patrimônio decorrente de elementos alheios à companhia.

55. Entendemos, por tudo isto, que a opção de compra ou, mais exatamente, os dividendos recebidos e/ou o eventual ganho de capital decorrente de seu exercício e da venda das ações não têm qualquer vinculação com o contrato de trabalho.

56. Entre vários aspectos que poderiam ser lembrados para reforçar esta conclusão, cabe salientar que as opções de compra, a despeito de gratuitas, só viabilizam a percepção de dividendos e/ou um eventual ganho de capital mediante uma prestação *onerosa* do empregado (o pagamento do preço de emissão das ações), prestação, essa, que, absolutamente, não se confunde com a prestação de serviços conseqüente à relação de emprego, da qual resulta a retribuição salarial.

57. A relação jurídica que se forma entre a companhia e o acionista-empregado e as prestações, direitos e vantagens potenciais a ela inerentes, assim, são absolutamente distintas da relação jurídica de emprego, e o resultado positivo auferido pelo empregado na sua condição de acionista, ao vender suas ações ou ao receber dividendos, não pode integrar a base de cálculo de qualquer vantagem trabalhista ou previdenciária.

58. Em outras palavras, a vantagem eventualmente obtida pelo empregado em caso de revenda das ações ou quando da percepção dos dividendos, além de seu evidente caráter aleatório (o que exclui a possibilidade de se falar em gratificação ajustada ou, mesmo, em ajuste tácito), resulta de pagamento feito pela companhia (os dividendos) ou por terceiros (o preço de revenda das ações) por fato alheio à prestação de serviços, afastando, também, qualquer assimilação às verbas salariais pagas por terceiros mas em função dos serviços prestados, tais como as gorjetas.

59. O terceiro comprador das ações do empregado, em suma, adquire um valor mobiliário e paga o respectivo preço, nada tendo a ver o mesmo preço com a relação de emprego, tanto quanto nada teria o eventual lucro obtido por um funcionário se revendessem a terceiros um artigo de vestuário adquirido no varejo da fábrica a preço subsidiado.

60. De fato, seria tão descabida, juridicamente, a idéia de considerar o ganho de capital apurado na venda das ações como tendo natureza salarial quanto integrar no salário o dito lucro na revenda de artigos de fabricação do empregador (independentemente de tal revenda ser ou não admitida no contrato de trabalho e/ ou nas normas internas da companhia).

61. Vale o mesmo, por maior razão ainda, quanto aos dividendos, que correspondem a remuneração do capital financeiro aplicado na aquisição de ações e nada têm a ver com o contrato de trabalho.

62. Cabe considerar, também, uma eventual acusação de distribuição disfarçada de lucros (DDL) por parte da companhia, visto que a mesma estaria concedendo, não onerosamente, o direito de subscrição de valores mobiliários a pessoas ligadas (ao menos no caso dos administradores), o que poderia, supostamente, ser enquadrado no art. 367, IV, do RIR, onde se considera ocorrida a DDL se a companhia: "IV - transfere a pessoa ligada, sem pagamento ou por valor inferior ao de mercado, direito de preferência à subscrição de valores mobiliários de emissão de companhia".

63. A arguição seria *improcedente*, a partir, mesmo, do plano estritamente formal, pois a transferência de que cuida a lei fiscal diz respeito apenas ao direito de preferência para a subscrição de valores mobiliários de outra companhia, que constituem parte do ativo da pessoa jurídica, a qual, por isto mesmo, não pode transferir em condições indevidamente favorecidas este ativo a seus administradores ou a outras pessoas ligadas.

64. É diversa a situação da outorga do direito de subscrever ações da própria companhia aos administradores, figura expressamente prevista na lei societária.

65. Com efeito, se for considerado que a DDL tem, sempre, caráter sancionatório de uma conduta considerada fiscalmente inadequada e censurável, por reduzir o lucro tributável, parece impossível vislumbrar-se a mesma DDL se a companhia está exercendo uma faculdade expressamente autorizada por lei, qual seja, a de outorgar opções de compra não onerosa a seus administradores e empregados.

66. Mais ainda, e como acima dito, não há efetivamente *transferência* de um direito que originariamente pertença à companhia, a qual, obviamente, não pode subscrever suas próprias ações, mas outorga originária de tal direito à subscrição, figura de todo diversa e não prevista em lei.

67. Parece-nos, ao contrário, e com base em tudo o que acima ficou dito, que a hipótese recai no âmbito do art. 367, § 2.º, do RIR, segundo o qual a prova de que o negócio foi realizado no interesse da pessoa jurídica e em condições cumulativas exclui a presunção de DDL.

68. Este é, com efeito, precisamente o caso: a pessoa jurídica tem interesse evidente em que, pelo desempenho de seus administradores e empregados, o resultado aumente, valorizando as cotações das ações emitidas e reduzindo o custo de capital da empresa em futuras omissões, sendo conseqüente a comutatividade da operação, na medida em que, como acima dito, o montante global do plano de opções guarde um porte razoável.

69. Estes são, em síntese, os aspectos mais relevantes da opção de compra de ações outorgada por uma companhia. Procuramos, nesta análise, dar cunho marcadamente prático ao exame das questões, evitando, tanto quanto possível, discussões de natureza puramente doutrinária ou acadêmica.

70. A imensa vantagem fiscal acima referida torna, vale repetir, o sistema de opções de compra muito mais atrativo do que o regime da participação nos lucros da companhia, objeto de onerosa tributação na declaração de rendimentos dos administradores, como antes dito.

II

71. Finalmente, vale dizer algumas palavras a respeito dos bônus de subscrição, que representam, em substância, como dito inicialmente, a incorporação, um certificado negociável, do direito a subscrever certo número de ações de uma companhia a determinado preço, durante dado período.

72. Esse valor mobiliário, a bem dizer, não é novo, pois a própria Lei 4.728/65 já admitia a cartularização do direito à conversibilidade das debêntures em ações, ainda que sem prever um título autônomo, mas sim um mero cupão anexo às debêntures conversíveis.

73. Ao que se saiba, porém, na vigência da Lei 4.728/65 apenas uma única vez foi utilizada por uma companhia aberta a possibilidade de incorporar o direito à conversão em ações a um cupão, a debênture, que freqüentemente era, como o facultava a lei, destacado da debênture e negociado separadamente.

74. Hoje, esse instituto é tratado de forma mais sistemática, e temos o bônus de subscrição como um título suplementar passível de emissão pela companhia para alienação onerosa ou para atribuição, como vantagem suplementar, aos subscritores de emissões de ações ou debêntures, com vistas a facilitar a sua colocação, mediante o oferecimento de vantagens suplementares.

75. As características da negociação que ao tempo da Lei 4.782/65 se verificavam não eram muito diversas daquelas que, em tese, devem presidir a negociação do bônus de subscrição, título de forte componente especulativo, no melhor - e correto - sentido da palavra.

76. Com efeito, se, por hipótese, o preço de mercado para a ação de certa companhia é de Cz\$ 20,00 e o bônus de subscrição assegura a seu titular o direito a subscrever ação da mesma classe ao valor de Cz\$ 25,00 durante um prazo decadencial de três anos, o investidor que se dispuser a adquirir o bônus de subscrição estará especulando com a possibilidade de que, durante aquele triênio, o preço de mercado de ação chegue a mais de Cz\$ 25,00 e a subscrição da mesma, seguida ou não da venda da ação subscrita, venha a representar uma possibilidade de lucro.

77. Obviamente, existem, sob o ponto de vista financeiro, diversos fatores que levam à determinação do valor intrínseco de um bônus de subscrição, tais como a volatilidade da ação a cuja subscrição dá direito (isto é, o grau de rapidez com que as cotações da referida ação costumam alterar-se, em face da média do mercado, pois, se as cotações da ação raramente se alteram, a possibilidade de lucro para o especulador, obviamente, se reduz); o prazo de duração do direito à subscrição e a taxa de juros vigente no mercado (pois pode ser mais interessante aplicar hoje Cz\$ 20,00 numa caderneta de poupança e aguardar para subscrever a mesma ação daqui a três anos com apenas uma pequena fração do investimento original).

78. De toda sorte, porém, o mercado para bônus de subscrição é extremamente ativo em outros países, especialmente pelo ganho que pode proporcionar para o investidor de cunho especulativo, no tocante à chamada alavancagem financeira (ou seja, a possibilidade de obter novos recursos com o capital próprio disponível).

79. De fato, supondo o exemplo antes figurado, se efetivamente a ação ultrapassa o preço de subscrição previsto no bônus e chega a Cz\$ 26,00, o valor de mercado do bônus de subscrição, considerados todos os fatores antes referidos, deverá situar-se em torno de Cz\$ 1,00, que corresponde à vantagem imediatamente realizável com a subscrição das ações a Cz\$ 25,00 e a sua venda a Cz\$ 26,00, sem considerar as despesas de corretagem.

80. Ora, se a ação continuar subindo de preço e de Cz\$26,00 chegar a Cz\$28,00, os acionistas terão obtido, sempre sem considerar os custos de corretagem, um ganho de Cz\$2,00, ou cerca de 7,69%

apenas.

81. No mesmo período, e por iguais razões, o bônus de subscrição deverá estar cotado em torno de Cz\$3,00 (isto é, a diferença entre Cz\$25,00, que é o preço de subscrição garantido do bônus, e o preço de mercado de Cz\$28,00) e os seus titulares terão obtido, em igual período, um ganho de 200%, o que não é inusitado na experiência norte-americana.

82. É exatamente essa possibilidade de ganho que tem motivado, nas Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e de São Paulo, o grande desenvolvimento do chamado mercado de *opções*, que nada mais representam do que o direito à aquisição de uma determinada ação, alienado pelo titular da ação através da Bolsa de Valores, que se incumbem do depósito da ação a qual o adquirente da opção se qualifica a adquirir, mediante o pagamento do preço de exercício fixado.

83. Ora, nesse caso do mercado de opções, ganham apenas o titular da ação já emitida e, obviamente, a própria Bolsa de Valores (ou, mais exatamente, seus corretores), ao passo que, no caso do bônus de subscrição, a própria companhia poderia obter vantagem, através da obtenção de recursos com o lançamento de bônus de subscrição no mercado.

84. Até a presente data isto ainda não ocorreu, sabendo-se que alguns estudos tem sido feitos a propósito. E, tanto quanto outras inovações que não se poderia imaginar que tão rápido se tornassem de uso generalizado, é de se prever que, brevemente, também os bônus de subscrição estarão em prática no mercado.

85. Não se deve, porém, associar o bônus de subscrição indissolúvelmente à especulação, pois para muitos outros casos o instrumento servirá, tais como para todos aqueles onde, não sendo adequada a opção de compra de ações prevista no art. 168, § 3.º, da Lei 6.404/76, se pretenda assegurar a alguém a possibilidade de participar na valorização ocorrida com as ações de uma determinada companhia, quer subscrevendo ações a preço mais baixo do que o vigente no mercado ou do que o indicado pelo respectivo valor patrimonial, quer alienando onerosamente a terceiros o direito a subscrevê-las.

* Trabalho correspondente ao texto revisto da palestra integrante do curso "Lei de Sociedades por Ações - Dez Anos de Vigência" promovido em dezembro/87 pela Associação de Advogados de São Paulo.