



STOCK OPTION PLANS E O SEU IMPACTO
NO GOVERNO DAS SOCIEDADES

Maria Teresa Mira de Oliveira

LLM (Catolica Global School of Law)

Working Paper No. 4/2016

June 2016

This paper can be downloaded without charge from the Governance Lab website at:
www.governancelab.org.

The contents of this paper are the sole responsibility of its author.

Keywords: Stock Option Plans, Executive Stock Options, Employee Stock Option, Corporate Governance, Remuneration, Agency Theory, Incentive Alignment.

STOCK OPTION PLANS E O SEU IMPACTO **NO GOVERNO DAS SOCIEDADES**

Maria Teresa Mira de Oliveira

tmiraoliveira@gmail.com

Abstract

Executive Summary

The use of Stock Option Plans as a part of employees' remuneration and top management incentives or compensation, has grown increasingly over the last decade and became a key remuneration device. However, its impact and effectiveness have not always been clear or positive.

This paper intends to ascertain whether or not the resort to this kind of remuneration scheme constitutes an efficient way to remunerate the labour industry of a Company, from a Corporate Governance point of view. On the other hand, we analyse by which means the discipline of Corporate Governance can, by itself, favour the use or implementation of this broad-equity based compensation.

TABLE OF CONTENTS

INTRODUÇÃO	5
<u>I.</u> 1. AS <i>STOCK OPTION PLANS</i> – ENQUADRAMENTO	6
<u> </u> 2. OS <i>STOCK OPTION PLANS</i>	7
II. <u>3.</u> IMPACTO DOS <i>STOCK OPTION PLANS</i> NO GOVERNO DAS SOCIEDADES	10
<u> </u> 3.1. THE AGENCY THEORY	11
<u> </u> 3.3. PROPOSTA DE SOLUÇÕES	14
CONCLUSÃO	18
BIBLIOGRAFIA.....	19

INTRODUÇÃO

A crise financeira de 2007 e os recentes escândalos ocorridos em várias empresas do sector, a nível mundial, vieram confirmar a existência de falhas de governação no âmbito das instituições financeiras e a inaptidão das mesmas para gerir e prevenir conflitos de interesses.

Hoje, afigura-se-nos possível afirmar, que algumas das causas determinantes de crise, foram precisamente agravadas por problemas conexos com o governo das sociedades,¹ designadamente, ao nível da estrutura remuneratória.²

Com efeito, a crise colocou a descoberto, um número significativo de casos de remuneração avultada, em empresas cuja situação financeira era precária, e que, em parte, resultavam de esquemas de incentivos indutores de risco excessivo ou baseados em indicadores de curto prazo.

Entre esses esquemas, figuravam os *stock option plans*, instrumentos financeiros cuja falta de regulação não tardou a traduzir-se na sua má utilização.

Neste contexto, é invocada a vertente reguladora do Corporate Governance, desafiando a sua capacidade de incutir boas práticas e comportamentos no âmbito das empresas, e de prevenir a sucessão de famosos casos financeiros como os da Enron (2001) ou da Worldcom (2002)³.

Com este trabalho, propomo-nos a analisar de que forma podem os *stock options plans*, enquanto figuras jurídico-económicas, causar um impacto positivo no governo das sociedades, e, paralelamente, de que modo pode o próprio Corporate Governance determinar (ou contribuir) para que assim seja.

¹ CHEFFINS, Brian, “Did Corporate Governance ‘Fail’ During the 2008 Stock Market Meltdown? The Case of the S&P 500,

² HOPT, Klaus, “Corporate Governance of banks after the financial crisis”, in Eddy Wymeersch/Klaus Hopt/Guido Ferrarini (eds.), *Financial Regulation and Supervision: A post-crisis analysis*, Oxford (2012), 343-347, KIRKPATRICK, Grant, “The corporate governance lessons from the financial crisis”, OECD (2009), IANUZZI, Antonia Patrizia, “Le politiche di remunerazione nelle banche tra regolamentazione e best practices”, Napoli (2013), 13-128, *apud* CÂMARA, Paulo, “A Governação de Bancos...”, *op. cit.*, p. 15.

³ “Em que as mais-valias geradas com as *stock option plans*, representavam a maior fatia do bolo”, *cfr.* neste sentido, 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.º3 (2004), p. 253, *apud*, FIALHO, Pedro Leonel Luís, “STOCK OPTIONS: O Contrato e as suas Alterações Devido às Operações Societárias e de Mercado”, p. 7.

I.

1. AS STOCK OPTION PLANS – ENQUADRAMENTO

Os *Stock Option Plans*⁴ ou Planos de Opções de Ações, constituem uma forma de remuneração variável, surgida nos EUA por volta de 1980⁵ e cuja prática se tem vindo a expandir nos últimos anos, para o resto do mundo⁶.

Inicialmente, tinham como principais destinatários administradores de empresas e profissionais dotados de alta competência e produtividade;⁷ mais tarde, esta prática passou a fazer parte do pacote remuneratório dos demais trabalhadores,⁸ como forma de os envolver e interessar na maximização do valor da empresa.⁹ Não obstante, tem sido quanto aos primeiros que o seu recurso tem levantado problemas de maior.

Enquanto instrumento financeiro, os SOP's surgem como resposta às crescentes necessidades das empresas, logrando, por um lado, responder a estas, e, por outro, satisfazer as dos trabalhadores. Deste modo, intenta-se por via dos SOP's, alcançar um equilíbrio entre ambas as partes. Concretamente, procura-se o alinhamento de interesses da empresa com os dos seus trabalhadores, visando criar uma correlação entre o desempenho e remuneração daqueles, e os resultados económicos desta.¹⁰

⁴ Designação anglo-saxónica

⁵ “Broad-Based Stock Options and Firm Productivity: Do They Promote the Formation of Organized Capital?”, in Working Paper Series in Human Resource Management, The State University of New Jersey RUTGERS (2006), *apud* CHAVES, Angela Barros, “Stock Options Plans no Âmbito do Trabalhador”, p. 5; “A utilização de SO e demais instrumentos de *equity-base*, 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.º3 (2004), p. 253, *apud*, FIALHO, Pedro Leonel Luís, *STOCK OPTIONS: O Contrato e as suas Alterações Devido às Operações Societárias e de Mercado*, p. 7, nota 1.

⁶ Neste sentido, ALVES, Sandra Gerales, in *Jornal de Contabilidade*, APOTEC, Ano XXIX – N.º343, Outubro 2005, ISSN.

⁷ CAMPOS, Diogo Leite de, SANTOS, Ana Miguel dos, “O “REGIME JURÍDICO” DAS OPÇÕES SOBRE ACÇÕES (ano de 2000)”, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 66, Almedina, Setembro 2000, p. 489.

⁸ Sendo recorrente, nestes casos, utilizar-se a designação de *Employee Stock Option Plans* (ESOP) por oposição às *Executive Stock Options*.

⁹ Num estudo realizado por Hamid Mehran e Joseph Tracy, em 2001, verificou-se que o início dos anos 90, as opções de ações atribuídas eram inferiores aos salários e bónus; todavia, a partir de 1996, as opções de ações atribuídas aos empregados aumentaram e foram maiores que as demais remunerações, evidenciando a tendência de crescimento na utilização dessa modalidade de remuneração. No ano de 1998, 97% das 500 maiores empresas norte americanas, concediam opções de ações aos seus executivos. – “*The Effect on Employee Stock Options on the Evolution of Compensation in the 1990s*”, in *Economic Policy Review*, Vol. 7, N.º 3, Dezembro, p. 17-34, *apud*, ALVES, Sandra Gerales, op. cit. *supra*.

¹⁰ CHAVES, Angela Barros, *Stock Options Plans no Âmbito do Trabalhador*, (2012), p. 5.

Também em Portugal, a implementação de planos de opções de ações tem vindo a aumentar, embora o seu recurso seja mais frequente nos países anglo-saxónicos¹¹, onde a dispersão de capital é maior.¹² Pela mesma razão, se justifica que a sua atribuição se verifique quase exclusivamente aos administradores das sociedades¹³, sendo raros os casos em se estendem aos quadros das mesmas.¹⁴

Na mesma linha, é nas empresas de grande dimensão que tem maior afluência, uma vez que os custos associados a estes planos são elevados.

2. OS STOCK OPTION PLANS

2.1. Conceito e Características¹⁵¹⁶

Os planos de opções de ações, correspondem a instrumentos utilizados pelas empresas na remuneração dos seus empregados, com o fim de ligar directamente parte dessa remuneração – a componente variável – ao acréscimo de resultados da empresa, geralmente, cotada em bolsa.¹⁷

Em termos genéricos, um contrato de opções de ações¹⁸ é um contrato oneroso, em regra,

¹¹ “Os objectivos de uma gestão eficaz e competitiva, nos quadros do modelo anglo-americano de governança, implicam para os gestores das sociedades cotadas na bolsa (...) planos de incentivo fundados na concessão de vantagens patrimoniais construídas sob programas ou esquemas opcionais, ligados a incentivos remuneratórios vinculados à própria cotação na Bolsa das ações da empresa que essas pessoas gerem.”, CAMPOS, Diogo Leite de, SANTOS, Ana Miguel dos, op. cit. *supra*.

¹² “(...) “países com elevado nível de desenvolvimento económico, mercados financeiros desenvolvidos e uma cultura não excessivamente avessa ao risco (...)””, MARTINS, António, in “Opções Sobre Ações e as novas formas de remuneração”, Eurocontas, Ano III, N.º 31, Outubro, pp. 30-31, *apud*, “Algumas considerações sobre o tratamento contabilístico dos planos de opções de ações: desenvolvimentos recentes”, ALVES, Sandra Gerales, in op. cit. *supra*.

¹³ Também designadas por *Executive Stock Options (ESO)*.

¹⁴ Pois que os pequenos investidores, receiam a dificuldade na transacção posterior das suas ações. Neste sentido, FIALHO, Pedro Leonel Luís, op. cit., p. 8.

¹⁵ Existem várias modalidades de opções de ações em função das condições que estabelecem e características que apresentam – para além das *Traditional Options* aqui objecto de estudo, as *Premium Options*, *Performance-vested Options*, *Purchase-Options*, *Repriceable Options*, *Reload Options*, *Indexed Options* -, no entanto, desde já se adianta que, por uma questão de tempo e oportunidade, elas não serão aqui cuidadas. Para mais desenvolvimentos acerca deste tópico, cfr. MADRID, Elena Merino, “Funcionamiento y modalidades de opciones sobre acciones (*Stock Options*) como sistema retributivo”, in Revista de Trabajo y Seguridad Social, n.º 339, Madrid (2011), ISSN, p. 99-108, em especial 104 e ss.

¹⁶ Do mesmo modo, e pela mesma razão, não serão igualmente tratadas as figuras afins dos stock option plans, aqui objecto de estudo, desde logo as *Phantom Stock*, *Phantom Options*, *Performance Shares*, *Vesting Rights Stock* ou *Restricted Stock*, e ainda, *Tracking Stock*. Em todo o caso, cumpre remeter o seu estudo para, JIMÉNEZ, Javier Ibáñez, “Stock Options, regulación, economía, política retributiva y debate social”, Dykinson, Madrid (2000), p. 75 e ss., e, ainda, PINTO, Rui Montes, “Planos de Opções sobre Ações”, in, *Revisores & Empresas*, Revista da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas, Ano 8, n.º 34, Julho/Setembro (20 06), p. 58-66.

¹⁷ FIGUEIREDO, Jorge, 1993, “Da Tributação dos Planos de Opção de Compra e Subscrição de Ações pelos trabalhadores. Uma Abordagem Integrada”, in *Fisco*, n.º 53, Abril, p. 30-48, *apud*, ALVES, Sandra Gerales, op. cit., *passim*.

¹⁸ Cfr. sobre o contrato de opção, FONSECA, Tiago Soares da, “Do Contrato de Opção: esboço de uma teoria geral”, Lex, Lisboa (2001), p. 21, o “contrato 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

unilateral e atípico,¹⁹ embora nominado,²⁰ e corresponde à convenção pela qual uma sociedade (concedente) confere ao trabalhador (adquirente) o direito – e não a obrigação –, irrevogável e intransmissível²¹, de adquirir ou subscrever um determinado número de ações da empresa, a um preço pré-determinado (*strike price* ou preço de exercício), normalmente, inferior ao preço de mercado, após o decurso de um determinado prazo (*vesting period* ou período de espera²²) – findo o qual, se inicia o período de exercício.²³ Estes elementos são previamente acordados,²⁴ devendo estabelecer-se uma data limite para o exercício do direito de opção²⁵.

Nestes termos, o adquirente fica titular de um direito potestativo de exigir da contraparte, a aquisição ou subscrição de um certo número de ações, podendo exercer (ou não) o seu direito de opção quando considerar desejável.²⁶ Por outra parte, o vendedor, assume a obrigação de ficar à disposição do adquirente, para que, nas condições pré-determinadas, cumpra a prestação devida, se, e quando, o comprador optar por exercer o direito.²⁷²⁸

O trabalhador determinará a data exercício pela comparação do preço de exercício previamente estipulado, com o preço de mercado das ações; a este respeito, podemos distinguir três resultados: o trabalhador exerce o seu direito i) *in-the-money*, sempre que o preço de exercício se revele inferior ao preço praticado no mercado, conduzindo a ganhos; ii) *out-of-the-money*, quando o preço de exercício é superior ao preço de mercado; iii) *at-the-*

contratual irrevogável referida a um certo contrato (principal), fazendo nascer, nesta última um direito potestativo de decidir unilateralmente sobre a conclusão do mesmo.”

¹⁹ Cfr. sobre os contratos atípicos, VASCONCELOS, Pedro País, “*Contratos Atípicos*”, Almedina, Coimbra (2005), p. 211 e ss.

²⁰ Na medida em que a Lei se refere, ainda que indirectamente, a ele – cfr. art. 2.º n.º3, al. c), da Lei n.º 28/2009 de 19 de junho.

²¹ “O contrato de opções de ações é intransmissível, por força da sua ligação ao contrato de trabalho ou de prestação de serviços que existe entre a concedente e os beneficiários; o carácter *instituitus personae* atribuído ao direito adquirido pelas SOP’s, justifica-se assim pela intenção subjacente à atribuição desses direitos” – fidelização dos beneficiários, neste sentido, FIALHO, Pedro Leonel Luís, op. cit. p. 31.

²² I.e., “(...) período durante o qual a opção não pode ser exercida.”, ALVES, Sandra Galdes, op. cit. *supra*, do qual se distingue a designada *vesting date*, data a partir da qual “o trabalhador fica definitivamente titular das opções, mas não necessariamente habilitado a exercê-las”, assim, António Fernandes de Oliveira, “Remuneração de Administradores e Planos de Aquisição de Ações”, disponível in *Cadernos do mercado de Valores mobiliários* (2004), n.º 19, p. 35.

²³ Correspondente à data “a partir da qual as opções sejam exercitáveis” ficando o trabalhador “titular do direito de decidir a qualquer momento a data em que se apurará a remuneração variável que a encerra”, OLIVEIRA, António Fernandes de, op. *Supra* cit., p. 35.

²⁴ Naquela que se designa por *grant date*, i.e., momento da “contratualização da opção sem que a mesma seja definitivamente conferida – depende da manutenção do trabalhador na empresa ou de outros critérios”, OLIVEIRA, António Fernandes de, op. *supra* cit., p. 35.

²⁵ Sob pena da sociedade concedente ficar eternamente vinculada.

²⁶ Este direito é posteriormente concretizado num contrato de compra e venda de ações, umbilicalmente ligado ao contrato de opção; neste sentido, FIALHO, Pedro, in op. *supra* citada, p. 27, “Este negócio jurídico que só terá lugar caso o beneficiário exerça a sua opção (e no caso de existirem condições para o exercício no contrato de opção elas se encontrarem cumpridas), no momento de exercício”.

²⁷ ALVES, Sandra Galdes, op. cit. *supra*, *passim*.

²⁸ Neste sentido, “a sociedade deverá em momento prévio ao exercício deter as ações (com respeito ao regime do CSC, art. 316º e seguintes), ter um contrato de provisão de ações com uma instituição de crédito ou comprá-las em mercado (o que acarreta custos elevados para a sociedade)”, cfr. neste sentido, FIALHO, Pedro Leonel Luís, op. cit. p. 27.

money; sempre que o preço de exercício seja igual ao preço das ações no mercado.²⁹

Tendencialmente, os trabalhadores optarão por exercer as opções de ações quando o preço de exercício se revele inferior ao preço de mercado das ações, correspondendo a diferença verificada, à mais-valia a que terão direito. Neste sentido, as opções de ações representam uma forma de remuneração adicional, que incentivará os seus beneficiários: quanto maior for o valor da empresa, maior será o ganho obtido, sendo esta a principal vantagem para os trabalhadores³⁰.

Por fim, quanto à forma de implementação dos planos, esta pode ser efectuada por uma de três vias:

- a) concessão feita pelos próprios accionistas da empresa³¹;
- b) através da aquisição pela sociedade de ações próprias;³²
- c) através da emissão de novas ações mediante aumento de capital³³, que darão origem às chamadas *opções de subscrição*.

Embora mais dispendiosa para a sociedade, a segunda via, é a mais utilizada na Europa, e apresenta como vantagem o facto de não se proceder qualquer alteração a nível do capital, pelo que, ao contrário da última, não implicará a diluição da participação dos accionistas³⁴. Não obstante, a compra de ações próprias em mercado, diminuirá o *freefloat*³⁵, o que terá impacto na liquidez dos títulos.³⁶

²⁹ *Ibidem, passim*.

³⁰ EDDINGTON, Don; FORKER, John; GRAUT, Paul, 1993, “Executive and Employee Share Options: Taxation, Dilution and Disclosure”, *in* Accounting and Business Research, Vol. 23, n.º 91, April, p. 363-372; WHITE, Gerald I.; SONDHAI, Ashwinpaul C; FRIED, Dov, 1998, The Analysis and use of Financial Statements, 2.ª edição, McGraw-Hill, Inc., Nova Iorque, Estados Unidos da América, *apud*, ALVES, Sandra Geraldine.

³¹ Nestes casos, coloca-se a questão de saber se as stock options devem ser consideradas como um custo para a empresa, ou, para os accionistas, tendo em conta que estes ficam com a sua posição enfraquecida por força do aumento do número total de ações representativas da sociedade. A divergência em torno desta questão conduz a outra discussão que consiste em saber se esses custos devem ou não ser considerados na contabilidade da empresa. Neste sentido, OLIVEIRA, António Fernandes de, “Remuneração de Administradores e Planos de Aquisição de Ações” *in* Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários n.º19, Dezembro 2004, 28-44, *apud* FRADA, Ana Raquel, *op. cit.*, p. 10, nota 17.

³² Nos termos do n.º2 do art. 317º do Código das Sociedades Comerciais (CSC), empresa não poderá, contudo, em momento algum, deter ações representativas de mais de 10% do capital social. Para além disso, os estatutos poderão ainda proibir a aquisição de ações próprias ou reduzir o limite legal – arts. 317º n.º2 CSC.

³³ De notar que neste caso, os accionistas dispõem de um direito legal de preferência (art. 458º) que só poderão ver suprimido ou limitado por deliberação em assembleia geral (art. 460º).

³⁴ Esta diluição ocorre por duas razões: quando a empresa emite ações, os títulos já existentes, em posse dos accionistas, desvalorizam pois que o valor da empresa se mantém mas o n.º de ações a circular é maior; por outro lado, o beneficiário do direito de opção, apenas o irá exercer na medida que o preço de exercício for inferior ao preço de mercado, o que resulta necessariamente num custo para a empresa.

³⁵ Volume de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado.

³⁶ FIALHO, Pedro Leonel Luís, *op. cit. supra*, p. 33.

2.2. Funções e Objectivos

A principal finalidade dos *stock option plans* reside na real capacidade de obter o interesse directo e imediato dos trabalhadores, na avaliação que o mercado de capitais faz acerca da empresa.³⁷ Encontrando-se parte da sua remuneração dependente dos resultados (lucro) daquela, quanto maior for a sua valorização, maior será a das ações e, subsequentemente, maior será a mais-valia resultante do exercício do direito de opção – o que por si só, estimula os trabalhadores, incentivando-os a serem mais eficientes (eficácia produtiva).³⁸

A outro tempo, com atribuição destes instrumentos, visa-se garantir a tomada de decisões competentes por parte da administração, capazes de gerar riqueza e de diminuir a aversão ao risco, reduzindo-se por essa via os custos de agência.

Além disso, os SOP's operam como fonte de eficiência retributiva, na medida que parte da remuneração é substituída por direitos de opções.³⁹

Finalmente, esta forma de remuneração, desempenha ainda uma importante função de fidelização dos trabalhadores e/ou titulares dos órgãos de administração atento o facto de, aos SOP'S, estar normalmente associado um período de carência (maturidade), sujeitando desse modo os trabalhadores à manutenção do respectivo vínculo laboral com a empresa⁴⁰.

II.

3. IMPACTO DOS STOCK OPTION PLANS NO GOVERNO DAS SOCIEDADES

Aqui chegados, cumpre deslindar de que forma pode este mecanismo desempenhar a sua função primordial de alinhamento de interesses – contribuindo, desse modo, para o *Corporate*

³⁷ BARREIRA, Rui / SANCHES, J. L. Saldanha, “O Regime actual das *stock options*”, in, Revista de Direito e Gestão Fiscal, n.º 7/8, Julho/Outubro, Coimbra Editora (2001), p. 7.

³⁸ “(...) a remuneração dos empregados dependerá da máxima utilidade dos accionistas, o que em princípio, implicará uma melhoria no seu desempenho e motivação”, contribuindo desta forma para a mitigação dos *agency costs*, cfr. ALVES, Sandra Geraldes, op. cit. *supra*.

³⁹ Ainda que tal custo, seja depois neutralizado pelos custos contabilístico e económico (*deadweight costs*) dos *stock option plans*.

⁴⁰ A definição deste período permite manter os compromissos que ligam o beneficiário do plano de opções à empresa, pelo que, se o empregado abandonar a empresa antes do fim desse período, perderá o direito de opção – *ibidem*.

Governance de uma empresa.

Como referido, a crise de 2007 colocou a nu as deficiências e a perversidade das políticas de remuneração até então praticadas, tendo ficado demonstrado que o recurso a pacotes remuneratórios atractivos com intuito de aliciar gestores de topo, poderia afinal revelar-se perigoso; por outro lado, as crises têm a vantagem de operar como um teste à (in)suficiência regulatória até aí existente⁴¹ – teste no qual, os *stock option plans* chumbaram⁴².

Como resultado, proliferaram regulamentos e recomendações⁴³, e o tema da remuneração (sobretudo, dos administradores) passou a estar em voga, atraindo não só a atenção política e mediática, mas também do público em geral; paralelamente, também a tónica do Corporate Governance se desviou.

Como tal, a política remuneratória é atualmente um tópico central devendo ser encarada como um mecanismo apto a minorar tendências imediatistas e mitigar custos de agência – designadamente, através a correcta elaboração de esquemas remuneratórios com base numa componente variável.

Dito isto, cumpre analisar a eficácia dos *stock option plans* enquanto forma de remuneração, identificando, num primeiro momento, a problemática subjacente, e contrapesando, posteriormente, as vantagens e desvantagens da sua adopção.

Por fim, enumeraremos possíveis soluções para tais dificuldades, delineando, em que termos, podem estes instrumentos servir a empresa e as boas práticas societárias.

3.1. The Agency Theory⁴⁴

Aquando da apreciação dos SOP's, é necessário ter em conta que este tema se insere numa

⁴¹ Neste sentido, cfr. CÂMARA, Paulo, “O Governo societário dos bancos – em particular, as novas regras e recomendações na banca”, in Revista do Direito das Sociedades, Ano IV, N.º1, Almedina (2012), p. 9.

⁴² Cfr. presente nota de rodapé §3, *supra*.

⁴³ Para uma aproximação e enquadramento destas intervenções legislativas e recomendatórias sobre governo de sociedades, cfr. CÂMARA, Paulo, “O Governo dos bancos...”, op. *supra* cit., p. 18 a 28, sendo de destacar, nesta matéria, os *Principles for Sound Compensation Practices* (Abril 2009), Financial Stability Board; *Implementation Standards for FBS Principles for Sound Compensation Practices* (Setembro 2009), Financial Stability Board; *The High Level Group on Financial Supervision in the EU, Report* (25/2/09); Recomendação 2009/384/CE de 30 de Abril de 2009, sobre remunerações do sector financeiro; Directiva 2010/76/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010 (CDR III), transposta pelo DL n.º 88/2011 de 20 de julho, alterado pelo DL n.º 157/2014; *Green Paper. Corporate governance in financial institutions and remuneration policies* (2/3/2010), European Commission; *Guidelines on Remuneration Policies and Practices* (2010), Committee of European Banking Supervisors; Directiva 2013/36/UE do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de Junho de 2013 (Capital Requirements Directive IV ou CDR IV), transposta pela Lei n.º 23- A/2015 de 26 de março, e o Regulamento (UE) n.º 575/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho de 26 de junho; e, em complemento da CDR IV, sobre aspectos remuneratórios, o Regulamento da Comissão (UE) n.º 604/2014, de 4 de Março de 2014, e, ainda, os documentos orientadores emitidos pela EBA, entre 2010 e 2015, disponíveis em <https://www.eba.europa.eu>.

⁴⁴ JENSEN, Michael, MECKLING, William, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vi. 3 n.º4, (1976).

problemática de ordem maior – a da teoria agência ou *agency theory*.

Em suma, esta teoria anglo-saxónica, tipicamente corroborada pelas grandes empresas, nas quais a dissociação entre o controlo e a detenção do capital social, é evidente, reconduz-se à relação existente entre aquele que ocupa a posição de *management*, i.e., que gere os bens ou interesses alheios (*the agent*), e aquele que ocupa a posição de *ownership*, i.e., o titular desses mesmos bens e/ou interesses alheios (*the principal*). De acordo com esta teoria, devem os primeiros exercer a sua função por conta e no interesse dos segundos – *shareholder primacy*.

Ora, é precisamente no âmbito desta teoria e dilemas⁴⁵ por ela ditados – nomeadamente, a dificuldade com que se depara o proprietário para assegurar que o responsável pela gestão da sua propriedade, cumpre o seu mandato com vista à satisfação das suas necessidades e interesses⁴⁶ – que a problemática dos incentivos deve ser enquadrada.

Com efeito, se a atribuição de opções sobre ações promove o alinhamento de interesses entre administradores e accionistas, estes benefícios podem igualmente constituir uma fonte de incentivo ou pressão para que se produzam resultados positivos no curto prazo, a fim de aumentar o preço das ações, e, assim, beneficiar os administradores à custa dos accionistas.

Dito isto, facilmente se depreende que o tema da remuneração constitui uma das áreas mais críticas e potenciadoras de conflitos de interesses, porquanto pode desviar os benefícios económicos e direitos de controlo dos accionistas, para a esfera dos administradores.

Acresce, que a dificuldade de articulação dos interesses aqui presentes se encontra igualmente prejudicada em função da assimetria informativa existente entre ambas as partes, frequentemente originadora de situações de *moral hazard*.⁴⁷

Com os *stock option plans*, pretende cativar-se os interesses do agente (administrador), incitando-o a agir de acordo, e em defesa, dos interesses do principal (accionista). Neste sentido, o administrador deverá obstar à adopção de estratégias perspectivadas no curto prazo, sem com isso comprometer os interesses da empresa, i.e., não se pretende com esta premissa, que o mesmo deixe de incorrer nos riscos necessários à gestão da actividade empresarial e ao crescimento gradual e sustentável da empresa, sob pena de, também assim, prejudicar os interesses do accionista - *managerial risk averion*⁴⁸.

⁴⁵ A problemática que nos ocupa no Corporate Governance não é uma novidade, sendo os problemas sobre os quais incide tão antigos, quanto a separação entre a propriedade e a gestão da propriedade. Já em 1776, Adam Smith colocava nos seus textos aquilo que constitui hoje o “dilema da agência”, i.e., de quem tem a propriedade de uma empresa e confere a respectiva gestão a outrem). Cfr. a este propósito, SMITH, Adam, *The Wealth of Nations*, London: Methuen & Co., V.1.107 (1776).

⁴⁶ OLIVEIRA, António Fernandes de, op. cit. *supra*.

⁴⁷ I.e., situações de oportunismo contratual, originadas em virtude da posição privilegiada em que se encontra o administrador, utiliza a informação relativamente à qual tem acesso, em seu benefício, para melhor servir os seus interesses, ao invés de servir os interesses do accionista e da empresa.

⁴⁸ Comportamentos que visem minimizar o risco e a exposição a certos investimentos, cuja repercussão se possa revelar negativa na sua esfera jurídica (enquanto detentores de opções de ações da empresa).

3.2. Da eficácia dos *Stock Option Plans*

Serão os stock option plans uma arma eficaz para mitigar os inevitáveis problemas de agência, ou, pelo contrário, criarão incentivos perversos⁴⁹?

Principiando pelos aspectos positivos, temos, desde logo, a potencial capacidade de alinhamento de interesses, inúmeras vezes referida, e, a subsequente eficácia produtiva e retributiva desempenhada pelos mesmos. Consequentemente, uma vez diminuídos os custos de agência e acrescido o valor da empresa, os SOP's atrairão, em última análise, mais capital.

Do igual modo, foi já apontada a utilidade destes instrumentos financeiros não só para atrair e recrutar talento e qualidade profissional, como também, para num momento posterior, reter esse capital humano na empresa, mediante o decurso do *vesting period*.

Para além do mais, e não obstante o recurso aos SOP's ser mais regular nas grandes empresas, o seu uso pode também relevar-se proveitoso no âmbito das PME⁵⁰ com uma forte componente de crescimento, ou ainda das *startups* - cuja capacidade financeira é escassa. Com efeito, os SOP's intervêm aqui como expediente para solucionar problemas de liquidez e evitar o recurso a financiamento externo.⁵¹

Por último, a detenção de ações por parte dos administradores, incentivará os mesmos à assunção de riscos, neutralizando assim a probabilidade de *managerial risk aversion*.

Contudo, como se sabe, a evolução da cotação das ações não depende apenas do desempenho da empresa - *maxime*, dos seus trabalhadores -, encontrando-se simultaneamente subordinada a factores exógenos por aqueles não controláveis - a volatilidade das acções relacionada com o mercado em geral e o próprio sector da indústria em particular.⁵²⁵³

A este respeito, é ainda de notar que o perfil de risco associado a este instrumento, ao qual se encontram sujeitos, de um lado os accionistas, e de outro, os administradores a quem são atribuídas as ações, difere substancialmente de uns para os outros; vejamos. Na qualidade de detentor de opções sobre ações, o administrador - quem decide acerca dos projectos e riscos

⁴⁹ OLIVEIRA, António Fernandes de, op. cit..

⁵⁰ Pequenas médias empresas.

⁵¹ OLIVEIRA, António Fernandes de, op. cit. p. 40, *passim*.

⁵² *Ibidem*, p. 42. Como consequência, o cálculo da remuneração em função do desempenho do administrador (*pay for performance*) pode também resultar desvirtuado, “dado o facto de se expurgar do cálculo do valor da remuneração justamente os factores que envolvem alguma diversificação para o administrador”.

⁵³ Neste sentido, também para o trabalhador, os SOP's se podem demonstrar simultaneamente um risco e uma desvantagem, na medida em que quando lhes são atribuídos a título de contrapartida, a empresa já obteve a sua vantagem (esforço e trabalho) - assim, CHAVES, Angela Barros, op. cit., p. 18.

em que a empresa incorrerá – é, em última análise, imune às perdas do valor da empresa; por sua vez, o accionista sofrerá sempre

com eventual perda de valor.⁵⁴ Como tal, o primeiro terá uma maior propensão e

incentivo para se envolver em projectos tentadores, de risco mais elevado - o que poderá resultar na assunção de riscos desmedidos. A agravar, acresce o problema da informação privilegiada – a que o mercado não em acesso – propiciando o exercício anormal do direito de opção.⁵⁵

Outra desvantagem destes instrumentos tem que ver com o elevado custo para a empresa, porquanto, seja por via de emissão de novas ações, seja por via de aquisição de ações próprias no mercado, sempre se verificará ou a diluição do valor das ações já existentes ou a redução do lucro da sociedade, respectivamente.

Finalmente, os SOP'S têm sido alvo de fortes críticas, não só a nível de governo de sociedades, mas também num plano contabilístico e macroeconómico, pois que a ausência de contabilização distorce a realidade das contas, e, por outro lado, é geradora de deturpações para a economia em geral.⁵⁶

Contrabalançadas as vantagens e desvantagens decorrentes dos SOP's, podemos concluir que valerá a pena incorrer nas mesmas, quando os efeitos positivos de alinhamento de interesses se revelem superiores às consequências inevitáveis dos SOP's, i.e., quando da atribuição de planos de opções resulte, efectivamente, uma maximização da eficiência produtiva, e, conseqüentemente, do valor da empresa.

3.3. Proposta de Soluções

Da problemática enunciada, ficou demonstrada a complexidade da estruturação do *pacote remuneratório ideal*⁵⁷, designadamente no que concerne aos *stock option plans*. Como tal, têm

⁵⁴ OLIVEIRA, António Fernandes de, op. cit. *supra*, *passim*.

⁵⁵ Em 2004, Eli Bartov e Partha S. Mohanram, realizaram um estudo intitulado de “*Private Information, Earnings Manipulations, and Executive Stock Option Exercise*”, disponível in <http://ssrn.com/abstract=492302>, no qual investigaram decisões de exercício de opções por gestores de topo em mais de 1200 empresas e concluíram que, com respeito ao exercício de opções em quantidades anormalmente elevadas, nas empresas em causa, os resultados haviam sido anormalmente elevados no ano desses exercícios, e anormalmente baixos no período pós-exercício das ações. Os analistas financeiros não tinham antecipado quer o aumento dos resultados nos anos dos exercícios, quer a sua diminuição no período que se seguiu, sugerindo que tal exercício anormal resultou da informação privada a que o mercado (analistas financeiros), não tinha acesso ou não sabia decifrar. E que essa informação advinha de condições criadas deliberadamente pela gestão, i.e., dentro de uma certa margem de discricionariedade na periodização de receita e despesas, a gestão seguia uma estratégia de concentrar num dado período, tudo o que pudesse beneficiar os resultados da empresa (e por essa via o preço das ações), exercendo nesse momento os seus direitos, ao que, se seguiria um período menos positivo pós-exercício.”, *apud*, *ibidem*.

⁵⁶ Acerca da necessidade de contabilização dos custos dos stock option plans para a empresa cfr. artigo de OLIVEIRA, António Fernandes de, op. cit.

⁵⁷ GOMES, Fátima, “*Remuneração de administradores de sociedade anónimas “cotas”, em geral, e no sector financeiro em particular*”, I Congresso, Direito das Sociedades em Revista, Almedina, Coimbra (2011), p. 309.

sido apontadas algumas soluções com vista a facilitar a adopção destes instrumentos.

Neste sentido, a Comissão da UE, encomendou um estudo sobre políticas de remuneração a um grupo de especialistas⁵⁸, do qual se podem extrair as seguintes recomendações relativas a SOP's:

i) a atribuição dos planos de opções sobre ações aos administradores, deve ser aprovada pelos accionistas, sendo apresentada uma estimativa dos seus custos para o efeito; deste modo, visa-se garantir um maior escrutínio por parte dos accionistas;⁵⁹

ii) a contabilização dos custos dos planos deve servir de ferramenta à prevenção de abusos e de inibição de planos de dimensão exagerada, evitando assim, a assunção de riscos desmedidos;⁶⁰

iii) a remuneração (global) dos administradores da empresa deve ser apresentada aos accionistas numa base individualizada, permitindo aos mesmos a elaboração de um juízo de valor útil, acerca da política de remunerações.⁶¹

Entre nós, encontramos idênticas recomendações nesta matéria,⁶² relativas aos CGS da CMVM de 2010⁶³ e de 2013, e, ainda, ao Código do IPCG⁶⁴ estipulando o diferimento de uma parte significativa da remuneração variável (entenda-se, 40% a 60%⁶⁵) por um prazo não inferior a 3 anos;⁶⁶⁶⁷ para além disso, o relatório da sociedade deve explicitar os critérios de que depende a atribuição da retribuição variável, o seu pagamento e mensuração, e, as

⁵⁸ Disponível em http://www.ecgi.org/publications/documents/report_en.pdf.

⁵⁹ *Ibidem*, p. 66.

⁶⁰ *Ibidem*, p. 66.

⁶¹ *Ibidem*, p. 65.

⁶² Estas recomendações, têm como influência as Recomendações n.º 2004/913/CE e n.º 2009/384/CE (cfr., em especial, Considerando (14) e artigo 8º al. d) da Comissão Europeia, disponíveis, respectivamente, em <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004H0913&from=PT> e <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009H0384&from=PT>.

⁶³ Disponível em http://www.novabase.pt/contentfiles/page/f900500a-c843-4f83-8b57-24d2d41c8799/weseq31t.3rl_5986f905_docFile.pdf.

⁶⁴ Cfr. ponto V.3.2 das Recomendações do CGSIP “Uma parte significativa da componente variável deve ser parcialmente diferida no tempo, por um período não inferior a três anos, associando-a à confirmação da sustentabilidade do desempenho, nos termos definidos em regulamento da sociedade.”, disponível em http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=773&Itemid=1.

⁶⁵ Cfr. art. 94º n.º1 m), da Directiva 2013/36/ue (CDR IV) e als. a) e b) do n.º7 do art. 115º-E, do DL n.º 157/2014, que transpôs a Directiva n.º 2013/36/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de junho de 2013, disponível em <https://www.bportugal.pt/pt-PT/Legislacaoenormas/Documents/DL157ano2014.pdf>.

⁶⁶ Cfr. pontos III.4 e III.7. das Recomendações do CGS da CMVM, respectivamente, “Uma parte significativa da remuneração variável deve ser diferida por um período não inferior a três anos, e o seu pagamento deve ficar dependente da continuação do desempenho positivo da sociedade ao longo desse período.”, e, mais concretamente no caso dos planos de opções de ações, “Quando a remuneração variável compreender a atribuição de opções, o início do período de exercício deve ser diferido por um prazo não inferior a três anos.”, disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Recomendacoes/Documents/C%C3%B3digo%20de%20Governo%20das%20Sociedades%202013.pdf>.

⁶⁷ No mesmo sentido, o n.º 3 do art. 8º, do Aviso n.º 10/2011 do Banco de Portugal (BdP), “3 - Quando a remuneração variável compreender a atribuição de opções, o início do período de exercício deve ser diferido por um prazo não inferior a três anos.”; e ainda o art. 94º n.º1 m) da Directiva 2013/36/UE (CDR IV).

modalidades ou esquemas em que se baseia.⁶⁸ Desta forma, procura-se promover a divulgação pública da informação relativa a SOP's, por parte das empresas.⁶⁹ Ainda a este respeito, é de destacar o Regulamento da CMVM n.º 7/2001,⁷⁰ relativo a sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado.⁷¹

Por fim, como demais medidas adequadas a viabilizar uma implementação prudente de SOP's nas empresas, podemos apontar:

1. O desenho das opções por forma a que os resultados (ou parte deles), fiquem congelados durante um período tempo, não só para efeitos de contabilização dos seus custos,⁷² mas também, e sobretudo, para evitar comportamentos imediatistas.
2. Para este fim, assumem relevância as designadas *restricted stock option*⁷³ e as *performance share*.⁷⁴
3. De igual relevo, são as cláusulas *claw-back* (ou de reversão)⁷⁵ enquanto válvulas de segurança porquanto permitem às sociedades recusar o pagamento de quantias devidas a título de remuneração, sempre que, antes dessa data, se verificarem, e.g., casos de manipulação de informação financeira por parte dos administradores.⁷⁶
4. Para além destas, podem ainda ser previstas as cláusulas *malus* (ou de redução).⁷⁷
5. Adicionalmente, podem ser estipulados limites quantitativos quanto ao número de acções que um trabalhador pode adquirir ao longo da duração dos SOP's, reforçando assim

⁶⁸ Cfr. ponto III. do CGS e pontos V.2.2. e V.3. do IPCG, e, ainda, as respectivas recomendações (V.3.1, V.3.2. e V.3.3., (i), (ii), (iii)).

⁶⁹ Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, relativa à aprovação anual de declaração sobre política de remuneração e divulgação de remunerações, o Aviso n.º10/2011, e as recomendações referentes aos CGS e IPCG (cfr. notas n.º 53 e 54).

⁷⁰ Em especial, artigos 1.º e 2.º, e respectivo Anexo.

⁷¹ Diploma alterado e republicado pelos Regulamentos da CMVM n.º 11/2003 de 2 de Dezembro de 2003, n.º 4/2004, de 27 de Maio de 2004, e revogado pelo actual Regulamento n.º 5/2008 de 2 de Outubro de 2008, disponível em http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/reg2008_05.aspx.

⁷² Permitindo assim proceder a eventuais rectificações que se demonstrem necessárias em função da evolução da cotação.

⁷³ Na medida em que, restringem a venda posterior das acções adquiridas por via de *stock option plans*, obrigando o seu adquirente a respeitar um determinado período temporal para o fazer; dessa forma, adia-se o momento em que pode adquirir as mais-valias resultantes dessa venda, obrigando, subsequentemente, o trabalhador a permanecer na empresa.

⁷⁴ Em que a aquisição de acções por parte do seu titular fica condicionada à sua permanência na empresa e à realização de determinados objectivos previamente determinados.

⁷⁵ Previstas a nível europeu pela Directiva 2013/36/UE (CDR IV), e que facultam à empresa o direito de reter o montante da remuneração variável e cujo pagamento constitui um direito adquirido, CÂMARA, Paulo, “O Governo dos...”, op. cit., p. 54.

⁷⁶ Estas cláusulas não se encontram formalmente previstas na Lei, caindo nós no domínio da autonomia privada. Neste sentido, as sociedades devem antecipá-las no momento da celebração dos contratos com os seus trabalhadores, sendo necessária para a sua efectivação a verificação de um comportamento ilícito (cfr. art. 115º-E n.º2 a), RGIC e 94º n.º 1 a) e b) da Directiva 2013/366/UE (CDR IV)).

⁷⁷ Permitem à empresa reduzir total ou parcialmente o montante remuneratório diferido mas que não constitua um direito adquirido, sendo o pagamento da prestação remuneratória indevida, assim, evitado. Cfr. CÂMARA, Paulo, “O Governo dos...”, op. cit., p. 54. ⁷⁸ Prática comum nos EUA – CHAVES, Angela Barros, op. cit., p. 6.

sua a finalidade, i.e., ao impor uma utilização faseada dos SOP's, a empresa vê sua a relação laboral com o trabalhador, prolongada no tempo.⁷⁸

6. Outra via de impedir excessos, é fixação de políticas de divulgação das remunerações recebidas pelos titulares dos mais altos cargos de uma empresa⁷⁹, como forma de inibir *ratios* exageradas entre as quantias auferidas por estes e pelos restantes trabalhadores.⁸⁰

7. Por fim, *conta, peso e medida* são critérios fundamentais para que não se agravem os problemas de agência, sobretudo no que toca ao uso de instrumentos financeiros, cujo fito, é precisamente minorá-los.⁸¹ Neste sentido, não poderíamos deixar de referir o Princípio da Proporcionalidade,⁸²⁸³ uma vez que, *one size, does not fit all*⁸⁴, pelo que, cada empresa deverá adequar os respectivos planos, às suas necessidades e finalidades, adaptando os elementos daqueles⁸⁵ às suas possibilidades.

⁷⁸ Prática comum nos EUA – CHAVES, Angela Barros, op. cit., p. 6.

⁷⁹ Entre nós, de destacar Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, relativa à divulgação da política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização das entidades de interesse público. Cfr. a este propósito, CÂMARA, Paulo, “O Governo societário...”, op. cit., p. 39 e ss., e, em especial, nota de rodapé n.º 105, para mais bibliografia respeitante acerca deste tópico.

⁸⁰ Contudo, de acordo com uma notícia divulgada no passado dia 22 de Maio, pelo Diário de Notícias, os CEO's das maiores empresas cotadas portuguesas, continuam a ganhar 90 vezes mais do que o salário médio dos seus trabalhadores, “Pedro Soares dos Santos, o patrão da Jerónimo Martins, ganhou, no ano passado, uma remuneração total de 865 mil euros, 90 vezes mais do que o salário médio dos seus trabalhadores; Carlos Gomes da Silva, presidente executivo da Galp, recebeu um salário 72 vezes superior ao dos trabalhadores da petrolífera; e Paulo de Azevedo, o dono da Sonae, “pagou-se” 69,1 vezes mais. A disparidade salarial, de acordo com um estudo da Proteste Investe, agravou-se, e muito, no ano passado - em média, o aumento salarial dos CEO foi de 14,2%”, <http://www.dn.pt/dinheiro/interior/ceo-recebem-ate-90-vezes-mais-do-que-os-trabalhadores-5188062.html>.

⁸¹ António Fernandes de Oliveira *in op. cit. supra., passim*.

⁸² Para maiores desenvolvimentos acerca deste princípio no âmbito do Governo das Sociedades, cfr. CÂMARA, Paulo, “O Governo societário”, op. cit. supra, p. 16-18.

⁸³ No âmbito do governo societário das instituições de crédito, este princípio encontra-se consagrado pela Directiva 2010/76/EU (CDR III), Considerando n.º4, n.ºs 1 e 2, transposta pelo DL n.º 88/2011, de 20 de julho, entretanto alterado pelo DL n.º 157/2014, de 24 de outubro, e, ainda, pelo Aviso do Banco de Portugal n.º 10/2011. São ainda de referir as orientações da EBA (European Bank Authority) relativas às políticas de remuneração no âmbito da banca, cfr. a este propósito as mais recentes *Guidelines on sound remuneration policies. Final report* (2015), da EBA, disponíveis em <https://www.eba.europa.eu>.

⁸⁴ Cfr. CÂMARA, Paulo, “O Governo societário”, op. cit..

⁸⁵ Strike price, vesting period e data de exercício, restrições à venda posterior das ações, entre outros.

CONCLUSÃO

Em razão do passado recente, a idoneidade de instrumentos financeiros destinados a servir a boa Governance de uma empresa – como os *stock option plans* – encontra-se hoje questionada, levantando-se dúvidas quanto à sua real capacidade de alinhamento de interesses.

Por outro lado, o mercado parece começar a dar sinais de (re)abertura a esta realidade, devendo, mais do que nunca, as entidades reguladoras e de supervisão desempenhar um papel activo (o mesmo é dizer, preventivo) neste cenário.

Independentemente dos receios que se possa ter quanto aos (possíveis) efeitos nocivos dos SOP's, não devemos esquecer que esse é apenas o reverso da medalha. Do outro lado, está a possibilidade de (também) os accionistas lucrarem com eles, pois que, a sua correcta utilização – designadamente, mediante o recurso às medidas elencadas na parte II. deste trabalho -, conduzirá a uma boa *governance*, o que, inevitavelmente, se repercutirá no valor da empresa.

Quanto a nós, cremos que se por um lado a eficácia dos SOP's é indiscutível quando configurados para os trabalhadores, já não o será quando se trate da sua atribuição aos administradores, pois que, em virtude do controlo e da influência que os mesmos exercem na gestão da empresa, tal poderá revelar-se perverso conduzindo a resultados indesejáveis. Por essa razão, tendemos a discordar com a sua utilização na estrutura remuneratória daqueles, devendo procurar-se outros meios de os envolver e interessar na valorização da empresa.

BIBLIOGRAFIA

- ALVES, Sandra Geraudes, *Algumas considerações sobre o tratamento contabilístico dos planos de opções de acções: desenvolvimentos recentes*, in *Jornal de Contabilidade, APOTEC*, Ano XXIX – N.º343, ISSN, (2005), pp. 366-371.
- CÂMARA, Paulo, MAGALHÃES, Manuel, *O Novo Direito Bancário*, Coimbra: Almedina (2012), pp. 141-174.
- CÂMARA, Paulo, *O governo societário dos bancos – em particular, as novas regras e recomendações sobre remuneração na banca*, in *Revista de Direito das Sociedades*, pp. 9-46.
- CÂMARA, Paulo, *A Governação de Bancos nos Sistemas Jurídico Lusófonos*, in *Governance Lab*, Almedina (2016), pp. 18-28.
- CAMPOS, Diogo Leite de, SANTOS, Ana Miguel dos, *O “REGIME JURÍDICO” DAS OPÇÕES SOBRE ACCÇÕES (ano de 2000)*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 66, Almedina (2000), pp. 489 e ss.
- CHAVES, Ângela Barros, *“Stock Option Plans no Âmbito do Trabalhador”*, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, (2012).
- FIALHO, Pedro Leonel Luís, *“Stock Options – O Contrato e as suas Alterações Devido às Operações Societárias e de Mercado”*, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, (2014).
- FRADA, Ana Raquel, *“A Remuneração dos Administradores das Sociedades Anónimas – Tutela Preventiva e Medidas ex post”*, Universidade Católica Portuguesa, Porto, (2011).
- GOMES, Fátima, *“Remuneração de administradores de sociedade anónimas “cotas”, em geral, e no sector financeiro em particular”*, in I Congresso, *Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra: Almedina, (2011), p. 309 e ss.
- JENSEN, Michael, MECKLING, William, *“Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”*, *Journal of Financial Economics*, Vi. 3 n.º4, (1976), disponível in http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043.

- JOHNSON, Calvin H., "*Why Stock and Stock-Option are such a Terrible Idea*", disponível in, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=474362.
- OLIVEIRA, António Fernandes de, "*Remuneração de Administradores e Planos de Aquisição de Ações*", in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º19, Dezembro (2004), pp. 28-44.
- PINTO, Rui Montes, "*Planos de Opções de Ações*", in *Revista da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas – Revisores & Empresas*, n.º33, Abril/Junho, (2006), pp. 58-66.
- SALDANHA, J. L./ BARREIRA, Rui, "*Regime Actual dos Stock Options*", in *Fiscalidade - Revista de Direito e Gestão Fiscal*, n.º 7/8, Julho/Outubro (2001), pp. 7- 15.
- SIMÃO, Jorge André Carita, "A remuneração dos administradores das sociedades e as suas implicações no contexto da crise financeira mundial", in *Revista do Direito das Sociedades*, Ano II (2010), N.º 3-4, pp. 795-820.