

UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA  
FACULDADE DE DIREITO  
ESCOLA DE LISBOA



***Stock Option Plans***  
**no Âmbito do Trabalhador**

**Candidato:**

**Angela Barros Chaves**

**Mestrado em Direito e Gestão**

**Orientador de tese:**

**Prof. Dr. Paulo Câmara**

**Agosto 2012**

***Stock Option Plans***  
**no Âmbito do Trabalhador**

A toda a minha família,  
Em especial aos meus pais, pelo apoio incondicional,  
Ao meu irmão, pelos raspanetes ocasionais,  
À minha tia e avó pela motivação,e  
À memória do meu avô  
Francisco Pedro de Barros,  
Por nunca ter deixado de acreditar em mim.

## Índice

<b>1 - Introdução .....</b>	<b>2</b>
<b>2 - Enquadramento.....</b>	<b>3</b>
2.1 – Âmbito e funcionalidade .....	4
<b>2.2 - Implementação dos SOP's.....</b>	<b>5</b>
<b>3 - SOP's e figuras afins.....</b>	<b>8</b>
3.1 - SOP's vs Opções .....	8
3.2 - SOP's vs Acções Fantasma.....	9
3.3 - SOP's vs Stock grants.....	9
3.4 - SOP's vs Acções restritas .....	10
<b>4 - Regime Jurídico Português .....</b>	<b>11</b>
4.1 – Regulamentação das SOP's .....	11
4.2 – Enquadramento fiscal .....	12
Qualificação do rendimento .....	13
Momento da tributação e Montante tributável .....	13
<b>5 - SOP's no âmbito dos trabalhadores.....</b>	<b>15</b>
5.1 - Incentivo.....	15
4.2 - Retenção.....	16
5.3 - Liquidez .....	16
<b>6 - Ineficiências das SOP's .....</b>	<b>16</b>
6.1 - Perspectiva do trabalhador.....	16
6.2 - Perspectiva da empresa .....	16
<b>7 - Conclusão.....</b>	<b>18</b>

## 1. Introdução

Esta dissertação irá incidir sobre a análise dos *stock option plans* no âmbito dos trabalhadores de modo a melhor a perceber qual o seu impacto para as empresas e para os trabalhadores.

O recurso a *stock option plans* tem se tornado uma prática corrente nas empresas, especialmente devido à globalização e à inovação financeira. O recurso aos *Stock Option Plans* surgiu nos EUA, tendo-se expandido para o resto do mundo, inclusive Portugal.

A incorporação de *stock option plans*, nas políticas de remuneração, enquanto componente variável, foi uma prática que começou por ser implementada apenas em relação a administradores executivos (CEO's – Chefe Executive Officer), tendo mais tarde expandido o seu âmbito de aplicação à restante composição da hierarquia das empresas, nomeadamente dos trabalhadores, apesar da aplicação mais relevante continuar a ser em relação aos CEO's.

## 2. Enquadramento

Os SOPs, bem como as opções são resultado da “engenharia financeira”<sup>1</sup> têm como finalidade a criação de instrumentos financeiros “feitos à medida” das necessidades do mercado, nomeadamente das empresas.

A opção, também designada por *option*, é um contrato celebrado entre duas partes<sup>2</sup> - adquirente (*holder*) e vendedor (*writer*), em que uma tem todos os direitos e a outra tem o dever de se sujeitar às decisões da primeira.

Neste sentido, o adquirente da opção obtém a mesma após o pagamento de um preço previamente estipulado, o prémio inicial (custo afundado<sup>3</sup>), passando assim a deter todos os direitos existentes neste contrato. O vendedor, por sua vez, fica sujeito à decisão do adquirente exercer ou não a sua opção, no caso das opções de estilo europeu<sup>4</sup> até à data da sua maturidade, ou, no caso das opções de estilo americano<sup>5</sup> no momento da sua maturidade.

No que concerne à valorização das opções, esta depende de diversos factores, nomeadamente: o preço de exercício, a maturidade da opção e (sobretudo) o activo objecto da opção. O preço de exercício torna-se relevante na medida em que este se distancia do preço do activo subjacente à opção (no caso das opções de compra, quanto menor for o preço de exercício e maior for o valor do activo, mais rentável é a sua aquisição). Relativamente à maturidade da opção, esta funciona como um “prazo de validade”, tornando assim a opção um activo perecível. O prazo de maturidade acrescenta valor à opção na medida em que esse for mais dilatado, possibilitando ao adquirente assegurar o seu direito de exercício durante um período maior de tempo.

As opções são ainda consideradas derivados financeiros, porquanto o valor desta deriva do valor de um outro activo financeiro ou variável (*eg.* acções, obrigações, bens/mercadoria,

<sup>1</sup> AAA, *in Finanças*, Local de edição (data de edição).

<sup>2</sup> As opções são transacionáveis na bolsa (Euronext, New York Stock Exchange) ou OTC (*over the counter*).

<sup>3</sup> O prémio inicial é considerado um custo afundado devido à sua natureza não reembolsável, independentemente do exercício ou não da opção.

<sup>4</sup> No caso das opções de estilo **europeu**, o adquirente pode exercer o seu direito a qualquer momento até à data da sua maturidade, sendo mais flexíveis e por consequência mais valiosas que as opções de estilo americano.

<sup>5</sup> No que concerne às opções de estilo **americano**, estas apenas podem ser exercidas à data de maturidade, ou seja, o período de exercício é mais restrito que as opções de estilo europeu.

taxas de juros, as divisas, variaçõess climáticas...<sup>6)</sup>, assim a valorização ou desvalorização de uma opção está correlacionado com a flutuação do activo subjacente à mesma.

## 2.1 Âmbito e funcionalidade

Há uma diversidade de Stock Option Plans que podem ser implementados numa empresa, variando não só no conteúdo, mas também quanto ao destinatário (não se utilizam apenas em relação a CEOs, mas também em relação a outros cargos hierarquicamente inferiores). O que não varia nestes planos é o facto de se tratar essencialmente de opções (no sentido financeiro) de compra (Call), em que é dado o direito (não obrigação) de comprar um determinado montante de acções (vesting) a um preço predeterminado (strike price, grant price ou preço de exercício).

No entanto, o âmbito de aplicação dos SOPs é mais restrito que o âmbito das opções, aplicando-se apenas entre partes relacionadas – trabalhador e empregador –, ao contrário do que acontece com as opções que, por norma, se aplicam entre partes não relacionadas. As opções procuram dar resposta às necessidades do mercado financeiro na sua globalidade, já os SOPs pretendem dar resposta às necessidades de uma parte específica do mercado, o sector empresarial, nomeadamente no que concerne às necessidades internas de cada empresa.

As opções são aplicáveis a qualquer activo, daí que sejam consideradas derivados<sup>7</sup> financeiros, o seu valor deriva do activo subjacente. Os SOPs, por sua vez, apenas se aplicam a acções, devido à sua natureza mais restrita.

No que concerne à finalidade destes instrumentos financeiros, é também ela divergente, no caso das opções estas permitem especular, nomeadamente no que concerne ao movimento do activo, ou seja, se este vai valorizar (aposta em opções de compra) ou se vai desvalorizar (aposta em opções de venda), adicionalmente também permitem fazer hedging<sup>8</sup>, através da estipulação do preço de exercício que é predeterminado e inalterável, independentemente da valorização ou desvalorização do activo no mercado financeiro (volatilidade). Relativamente aos SOPs, têm como finalidade o alinhamento de interesses, nomeadamente dos trabalhadores com a empresa, a longo prazo, bem como motivar, atrair e manter trabalhadores com talento,

<sup>66</sup> ANTUNES, J. ENGRÁCIA, *Direito dos Contratos Comerciais*, Almedina 2009, 615-676.

<sup>7</sup> ANTUNES, J. ENGRÁCIA, *Direito dos Contratos Comerciais*, Almedina 2009, 615-676.

<sup>8</sup> *Hedging* ou cobertura de risco, é uma forma de reduzir o risco, no caso das opções é um método de reduzir o risco relacionado com a volatilidade de determinados activos.

criando uma relação directa entre o desempenho da empresa e a remuneração desses trabalhadores.

Neste sentido, embora os SOP's sejam compostos por opções, a sua utilidade, bem como a sua aplicabilidade são distintas. Os SOP's permitem uma aplicação especializada de opções de compra, tendo assim uma base idêntica a estas.

## 2.2 Implementação dos SOPs

Foi por volta de 1980 que os SOPs começaram a ser implementados, passando a fazer parte da realidade remuneratório dos trabalhadores, nomeadamente dos CEOs (e mais tarde dos trabalhadores em geral)<sup>9</sup>.

A realidade empresarial é de constante crescimento, obrigando as empresas a tornar-se organizações cada vez mais complexas e exigentes. Ora, este instrumento financeiro, permite dar uma resposta às necessidades destas empresas, bem como às necessidades dos trabalhadores, buscando um equilíbrio entre os dois. O objectivo dos SOPs é alinhar os interesses do trabalhador com os interesses da empresa, criando uma correlação entre eles, isto é, entre o desempenho dos trabalhadores, a sua remuneração e os resultados económicos (lucros) da empresa.

Afirma-se que o recurso a Stock Option Plans do ponto de vista das empresas não comporta grande risco (à primeira vista), visto que estas dependem da subida do valor das acções, no entanto, mais adiante vamos perceber que esta questão não é assim tão simples. A utilização de Stock Option Plans tem vindo a aumentar nos últimos anos, tendo-se tornado uma prática muito habitual particularmente em relação a CEOs, visto que estes têm cargos de elevada importância nas empresas (tomam decisões cruciais para a sobrevivência da empresa), durante o exercício dos quais tomam decisões que não são “controladas” por ninguém (possibilidade de divergência de interesses dos CEOs e da empresa e seus accionistas) e recebem remunerações elevadas. Estes planos funcionam, em relação aos CEOs e trabalhadores em geral, não só com um intuito remuneratório e incentivador (de alinhamento de interesses), mas também com um intuito de atrair e manter bons profissionais.

---

<sup>9</sup> *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).

No entanto, a construção de um SOP adequado às necessidades específicas de cada empresa é um processo complexo, exige muito detalhe e cuidado, de modo a não ultrapassar os limites do excessivo – tornando-se demasiado oneroso para a empresa - e do insuficiente – de modo a manter o trabalhador incentivado (essencialmente em relação à concorrência e possíveis ofertas desta) e alinhado com os interesses da empresa e dos seus accionistas (*shareholders*). Os SOPs são vistos como um bom método de alinhamento de interesses e de abatimento dos problemas de agência, visto que estes pretendem motivar os trabalhadores a maximizar o valor da empresa (valor intrínseco da empresa), dado que parte da sua remuneração fica correlativo à evolução das acções da empresa, ou seja, do desempenho da mesma.

Os SOPs são uma espécie de contrato (entre o trabalhador e a empresa), em que é atribuído ao adquirente (e trabalhador, neste caso) o direito de comprar um número específico de acções da empresa, a um preço predeterminado – preço de exercício<sup>10</sup> - após decorrido um determinado período de tempo – *vesting period*. Cada empresa adapta os planos às necessidades e/ou finalidades visadas com os mesmos, adaptando o preço de exercício, o período de direito de subscrição (*vesting period*), as restrições à venda posterior das acções, entre outros, a essas finalidades.

Nomeadamente nos EUA (origem da aplicação dos SOPs no âmbito remuneratório), juntamente com o período de direito de subscrição – limitação temporal –, por norma de 3 ou 5 anos, é adicionalmente estipulado um limite quantitativo de acções que podem ser adquiridas ao longo da duração do SOP. Estes limites reforçam a finalidade dos próprios SOPs, tendo em conta que visam uma utilização faseada das mesmas, mantendo a ligação entre a empresa e o trabalhador por um período de tempo maior, visto que este não tem acesso a todas as acções ao mesmo tempo.

De referir que, a correlação entre os interesses dos trabalhadores e os interesses da empresa não se quebra com o decurso do SOP, podendo se prolongar por um período de tempo maior, nomeadamente nos casos em que os trabalhadores tenham optado por exercer o direito de compra, adquirindo acções da empresa. Na prática os SOP's podem resultar numa correlação entre trabalhador e empresa por um período superior a 5 anos.

---

<sup>10</sup> Preço de exercício ou também conhecido por *strike price* é o preço a que as acções podem ser adquiridas pelo adquirente (*holder*) – trabalhador. Este preço é predeterminado pela empresa (*writer*) e indicado no acordo do SOP.

A grande finalidade dos Stock Option Plans é incentivar comportamentos que façam aumentar o valor acionista (*shareholder value*) de uma forma constante e por um longo período de tempo.

### 3. SOPs e figuras afins

O recurso a novos métodos de remuneração surge como consequência da crescente complexidade do mundo financeiro e das próprias empresas, sobretudo no que concerne às relações empresa-trabalhador<sup>12</sup>.

Os SOP's, bem como as opções, acções fantasma, *stock grants* e acções restritas, são possíveis métodos de remuneração e incentivo a que uma empresa pode recorrer no momento de implementação de novas políticas de remuneração. Nas páginas que seguem iremos analisar estas figuras.

#### 3.1 SOPs vs Opções

Após ter analisado os SOPs como decorrência das opções, cabe agora analisar quais as divergências entre estes instrumentos financeiros.

A primeira grande divergência prende-se com a finalidade destas figuras, os SOPs têm um intuito incentivador, já as opções pretendem distribuir o risco. As opções podem ser transmitidas a qualquer momento<sup>13</sup>, diferentemente dos SOPs que não podem ser transmitidos, caso contrário deixariam de ter um carácter incentivador. Outra particularidade dos SOPs é o *repricing*<sup>14</sup>, o preço de exercício pode ser alterado de modo a acompanhar qualquer descida de valor das acções da empresa, esta possibilidade é vista como uma forma de atenuar as diversas restrições que existem em relação à venda e ao exercício dos mesmos e também como uma forma de atenuar a aversão ao risco por parte dos trabalhadores (destinatários destes planos).

---

<sup>12</sup> CARDONA, ROGELIO J., *Changes in Equity Compensation Plans: Evidence From the U.S. Caspital Markets*, in *Global Journal of Business Research*- Volume 5, Number 2 (2011), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1873556>.

<sup>13</sup> Tanto as opções de estilo americano como as de estilo europeu podem ser transmitidas antes ou depois da sua maturidade, ou seja, podem ser vendidas a qualquer momento.

<sup>14</sup> O recurso ao *repricing* ganha relevância em momentos de crise económico-financeira, tal como ocorreu no final da década 90 com o rebotar da bolha tecnológica (*tech-bubble*). As empresas viram-se obrigadas a reestruturar os SOP's previamente concedidos, dado que o preço de exercício passou a estar acima do valor de mercado do activo subjacente, ou seja, encontravam-se abaixo da linha de água (*underwater*). Para mais desenvolvimentos, vide JANICH, DANIEL N., *Selected Issues in Equity Compensation* (3ª ed.), by the National Center for Employee Ownership (NCEO), 185-193.

Diferentemente das *options* em geral, os SOPs não são montados com o intuito de proporcionar situações de grandes ganhos, utilizando os termos específicos das *options*, situações de “*in the money*”<sup>15</sup>, mas antes situações de “*at the money*”<sup>16</sup>

### 3.2 SOPs vs Acções Fantasma<sup>17</sup>

Tal como os SOPs as acções fantasma (também conhecidas como phantom shares ou *shadow stock*) são planos implementados pelas empresas, tendo como destinatário os trabalhadores.

As *phantom shares*, de modo análogo aos SOPs, permitem manter a remuneração dos trabalhadores correlacionada com o lucro e desenvolvimento da empresa, mas diferentemente destes, com as *acções fantasma* nunca há uma transferência de acções para a esfera dos trabalhadores, estes nunca se constituem proprietários e nunca adquirem direitos de voto, apenas têm o direito a um benefício proporcional ao incremento de valor ou distribuição de lucros por parte da empresa.

Outra particularidade das *acções fantasma* prende-se com o facto de estas serem utilizadas por empresas cotadas e também por empresas não cotadas, nomeadamente pequenas empresas de família que querem manter a propriedade da mesma dentro da família.

### 3.3 SOPs vs Stock Grants

*Stock grants* são utilizadas como um método de remuneração dos trabalhadores, atribuindo-lhes uma participação no capital da mesma, ou seja, tal como os SOPs os *stock grants* permitem alinhar os interesses dos trabalhadores com os ganhos a longo prazo da empresa, o incremento do lucro desta.

No caso de *stock grants*, o valor destes é determinado com base num método definitivo, ou seja, é estipulado de acordo com um protocolo que facilita a sua implementação e impede que estas desvalorizem com o decurso do tempo.

<sup>15</sup> Dá-se nas *Call options* (opções de compra) quando o preço de exercício (*strike price*) está abaixo do valor de mercado, neste caso, da acção.

<sup>16</sup> Dá-se nas *Call options* (opções de compra) quando o preço de exercício (*strike price*) é igual ao preço de mercado da acção.

<sup>17</sup> Correntemente designadas por *phantom shares*.

Adicionalmente, *stock grants* podem ser implementados por empresas que não sejam de capital aberto, diferentemente do que acontece com os SOPs.

### 3.4 SOPs vs Ações Restritas

Acções restritas (*Restricted stock*) é um instrumento financeiro utilizado para remunerar os trabalhadores, atribuindo-lhes pacotes de acções, sujeitos a determinadas restrições (*e.g.* permanecer na empresa durante um período, usualmente de 3 ou 5 anos; atingir determinados objectivos sectoriais, etc.).

No caso de acções restritas, os trabalhadores recebem uma efectiva gratificação, em vez de uma potencial gratificação, como acontece com os SOPs, visto que os trabalhadores são remunerados através da atribuição directa, embora mediante determinadas restrições, de acções a custo zero. Os SOPs apenas se transformam numa real gratificação se o preço de exercício for inferior ao preço de mercado, o que comporta um risco maior para o trabalhador, daí que os planos de acções restritas sejam constituídos por um meio ou, por vezes, um terço do número de acções que compõem os SOPs.

## 4. Regime Jurídico Português

Os *SOP's* têm vindo a ser implementados, de forma crescente, nos planos de remuneração desenvolvidos pelas empresas, tanto num âmbito nacional como internacional<sup>1</sup>, devido, em especial, à sua capacidade de alinhamento de interesses, à função de fidelização de trabalhadores e/ou titulares do órgão de administração<sup>2</sup> que desempenham e ao facto de constituírem um instrumento jurídico de aquisição de participações sociais<sup>3</sup>.

Neste contexto, afigura-se, em nosso entender, fundamental proceder à análise e compreensão do enquadramento jurídico e tributário da presente figura.

### 4.1 Regulamentação dos *SOP's*

Contrariamente ao que sucede com as opções, os *SOP's* não se encontram previstos de forma directa e taxativa no Código dos Valores Mobiliários (doravante designado por “CVM”) – alínea e) do n.º 1 do artigo 2.º, não havendo, por conseguinte, um conceito legal de *SOP's*.

Não obstante, é possível encontrar um conjunto de diplomas, nomeadamente transposições de Directivas Comunitárias, relativo às condições associadas a implementação de *SOP's*.

Em Janeiro de 2012, foi publicado o Aviso n.º 10/2011, emitido pelo Banco de Portugal, que regula os princípios e regras que devem reger a política de remuneração (*cf.* n.º 1 do artigo 1.º do referido Aviso). O presente diploma prevê a obrigação de planear e aplicar as políticas de remuneração, de modo correcto, bem como a exigência de formalização em papel dos procedimentos e de outros elementos necessários à sua concretização.

Ainda neste diploma, encontra-se estipulada a possibilidade das remunerações do trabalhadores e dos membros do órgão de administração conterem uma componente variável. No caso dos membros executivos da administração, a remuneração deve integrar uma componente variável (*cf.* artigo 8.º do Aviso), enquanto no caso dos não executivos e órgão de fiscalização não poderá haver uma componente que dependa do desempenho ou do valor

<sup>1</sup> PINTO, RUI MONTES, *Planos de Opções de Acções*, in *Revisores & Empresas*, Abril / Junho 2006, 58 – 66.

<sup>2</sup> CÂMARA, PAULO, 2.1.5 – *Remuneração*, in *Código do Governo das Sociedades Anotado*, Almedina 2012, 196 – 197.

<sup>3</sup> *Idem*

da instituição (*cf.* artigo 9.º do Aviso). Por último, em relação aos trabalhadores, é permitido introduzir uma componente variável, desde que implementada de forma equilibrada e com vista a minimizar os incentivos à assunção excessiva de risco (*cf.* artigo 11.º do Aviso).

No que concerne à atribuição de *SOP's*, a alínea c) do n.º 2 do CVM dispensa as ofertas de distribuição de valores mobiliários da divulgação de um prospecto, desde que esteja disponível um documento com informações sobre o número e a natureza dos valores mobiliários, bem como as razões da oferta (*cf.* artigo 248.º-B do mencionado Código).

Impõe-se, assim, concluir que regulamentação dos *SOP's* é maioritariamente dirigida ao procedimento de aprovação, em particular no que respeita às formalidades (essencialmente documentação) e à respectiva aprovação.

## 4.2 Enquadramento fiscal

O tratamento fiscal dos *SOP's* é um elemento preponderante na sua análise, bem como na sua implementação em planos de remuneração aos trabalhadores e/ou administradores da empresa.

De modo geral, nomeadamente no que concerne aos trabalhadores, o enquadramento fiscal dos *SOP's* é efetuado em sede do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares (adiante designado por “IRS”), tendo em conta que estes são concedidos no âmbito de uma relação laboral<sup>4</sup>.

O tratamento *jus-tributário* dos *SOP's* depende de dois factores: o tipo de rendimento e o momento da tributação.

De acordo com Rui Montes Pinto, os *SOP's* possuem um “*ciclo de vida*”<sup>5</sup> que “(...) *abrange vários períodos que vão desde a data de concessão da opção (início) até ao momento de venda das acções (fim)*”<sup>6</sup>, incorporando, assim, três tipos de rendimentos distintos: rendimento do trabalho dependente, rendimentos de capitais e incrementos patrimoniais (nomeadamente *mais-valias*)<sup>7</sup>.

<sup>4</sup> PINTO, RUI MONTES, *Planos de Opções de Acções*, in *Revisores & Empresas*, Abril / Junho 2006, 58 – 66.

<sup>5</sup> *Idem*

<sup>6</sup> *Idem*

<sup>7</sup> Segundo o entendimento de Rui Montes Pinto, no período correspondente ao exercício da opção ocorre um rendimento do trabalho dependente, durante a detenção das acções (dividendos ou distribuição de lucros)

Ora, de acordo com o previsto na alínea c) do n.º 2 do artigo 134.º do CVM, SOP's, são ofertas de distribuição de valores mobiliárias aos trabalhadores, ou seja, têm como objecto a atribuição de direitos relativos à aquisição de acções<sup>8</sup>.

Neste sentido, sou do entendimento que um SOP cessa com o exercício do direito de aquisição de acções, momento a partir do qual o trabalhador deixa de ser beneficiário de um SOP e passa a ser detentor de acções da empresa, valor mobiliários. Considerar a posição de detentor de acções, como mais um período de um já longo ciclo de vida dos SOP's, seria uma prorrogação do prazo de existência de um SOP para além da sua maturidade.

### Qualificação do rendimento

Nos termos das regras fiscais aplicáveis, nomeadamente do ponto 7 da alínea b) do n.º 3 do artigo 2.º do Código do IRS, consideram-se rendimentos do trabalho dependente (“Categoria A”) *“os ganhos derivados de planos de opções, de subscrição, de atribuição ou de efeito equivalente, sobre valores mobiliários ou direitos equiparados (...) criados em benefício dos trabalhadores ou membros de órgão sociais (...)”*<sup>9</sup>.

Neste sentido, sendo os SOP's concedido em contrapartida de uma prestação de trabalho ou com esta conexas, e constituindo para o respectivo beneficiário uma vantagem económica (cf. alínea b) do n.º 3 do artigo 2.º do Código do IRS), os ganhos decorrentes dos mesmos são considerados rendimento do trabalho dependente para efeitos fiscais.

### Momento da tributação e montante tributável

Dada a complexidade inerente aos SOP's, nomeadamente no que concerne à sua constituição temporal (e.g., momento da concessão, momento da aquisição de direitos, momento de exercício, momento da aquisição ou subscrição das acções) afigura-se essencial determinar o momento relevante para efeitos tributários.

---

ocorrem os rendimentos de capitais e, por último, na venda das acções ocorrem incrementos patrimoniais, caso se verifique uma mais-valia (vide PINTO, RUI MONTES, *Planos de Opções de Acções*, in *Revisores & Empresas*, Abril / Junho 2006, 58 – 66).

<sup>8</sup> Vide CÂMARA, PAULO, 2.1.5 – *Remuneração*, in *Código do Governo das Sociedades Anotado*, Almedina 2012, 196 – 197.

<sup>9</sup> Cfr. ponto 7 da alínea b) do n.º 3 do artigo 2.º do Código do IRS.

As alíneas a) e b) do n.º 4 do artigo 24.º do Código do IRS estabelecem que, para efeitos de tributação, os rendimentos consideram-se obtidos no momento do exercício da opção ou da subscrição ou de exercício de direito equivalente. Nesta perspectiva, o momento relevante para efeitos de tributação é o do pagamento do preço de exercício ou subscrição, quando as acções são efectivamente adquiridas.

Face ao exposto, e de acordo com as alíneas *supra* referidas, o montante tributável consiste na diferença entre o preço de exercício da opção (aquando da maturidade) e o respectivo valor do mercado<sup>10</sup>. O mencionado montante será tributado de acordo com as taxas marginais aplicáveis (entre 11,5% e 46,5%<sup>11</sup>), que será determinado com base no montante global de rendimentos do trabalhador nesse ano civil.

No que concerne às obrigações fiscais por parte da empresa, entidade que concede as *SOP's*, o n.º 8 do artigo 119.º do Código do IRS e o artigo 2.º-A do Decreto-Lei n.º 42/91, de 22 de Janeiro, com as alterações posteriores (diploma que regula o regime da retenção na fonte), prevê a exclusão à obrigação de retenção na fonte.

Conforme referido, a empresa não se encontra obrigada a efectuar a retenção na fonte de imposto, no entanto, deverá cumprir as seguintes obrigações declarativas:

- i) sempre que sejam concedidos *SOP's* aos trabalhadores ou membros de órgãos sociais, a entidade patronal deve comunicar anualmente a referida situação à Administração Tributária - *cf.* n.º 8 do artigo 119.º do Código do IRS.
- ii) quando a entidade patronal suporta os encargos, preço ou vantagens económicas relacionados com o plano, encontra-se obrigada a: manter um registo actualizado de toda a situação (informação e identificação dos trabalhadores abrangidos, bem como as datas e valores relativos às operações realizadas); entregar aos trabalhadores *supra* mencionados uma cópia do registo referido anteriormente, até 20 de Janeiro de cada ano; incluir na declaração de rendimentos a entregar à Administração Tributária até ao final de Fevereiro de cada ano (“Modelo 10”), os valores de rendimento do trabalho resultantes das operações realizadas – *cf.* n.º 9 do artigo 119.º do Código do IRS.

<sup>10</sup> De referir que, caso as acções sejam vendidas imediatamente ao valor de mercado, não haverá lugar ao apuramento de mais-valias para efeitos de tributação. Todavia, se as referidas acções forem vendidas num momento posterior, a diferença entre o valor de mercado no momento da aquisição e o preço de venda é considerada mais-valia, que será sujeita a uma taxa especial de 20% (*cf.* n.º 4 do artigo 72.º do Código do IRS). Com efeito, a mais-valias passaram a ser sempre tributadas, independentemente do período pelo qual as acções são detidas.

<sup>11</sup> Vide artigo 68.º do Código do IRS.

## 5. SOP's no âmbito dos trabalhadores

Neste capítulo o que se pretende é analisar quais as razões que levam as empresas a recorrer à implementação de SOP's como método de remuneração dos seus trabalhadores, nomeadamente no que concerne aos trabalhadores não executivos.

Como já foi anterior referido<sup>29</sup>, os SOP's têm vindo a ser implementados com maior incidência ao longo dos anos, passando de um mero instrumento de alinhamento de interesses entre a empresa e os órgãos de administração. A amplitude de implementação deste instrumento não só estendeu a nível de concessão, passando a ser atribuídos não só aos administradores executivos, mas a qualquer colaborador da empresa, mas ainda, no que concerne aos seus objectivos, que iremos de seguida analisar.

### 5.1 Incentivo

De acordo com afirmação de Rui Montes Pinto<sup>30</sup> a real capacidade dos SOP's é o alinhamento de objectivos, interesses, entre os accionistas e os colaboradores da empresa. Os SOP's foram originalmente concebidos como uma solução aos problemas de agência<sup>31</sup>.

Os SOP's permitem alinhar os interesses dos trabalhadores com os interesses da empresa, na medida em que os futuros ganhos provenientes dos SOP's estão directamente correlacionados com o sucesso da empresa, ou seja, quanto mais lucro a empresa registar, maior será a valorização das acções e por consequência maior será a diferença entre o preço de exercício da opção e o preço de subscrição da acção – rendimento do trabalho dependente.

A correlação directa, resultante da atribuição de SOP's, entre o esforço e desempenho dos trabalhadores e a variação do valor da empresa<sup>32</sup>, impulsiona os trabalhadores a serem mais eficientes, ao atribuir este instrumento com base no desempenho dos trabalhadores e da própria empresa.

<sup>29</sup> Vide Capítulo 2 – Enquadramento.

<sup>30</sup> PINTO, RUI MONTES, *Planos de Opções de Acções*, in *Revisores & Empresas*, Abril / Junho 2006, página 59.

<sup>31</sup> OYER, PAUL AND SCHAEFER, SCOTT, *Why Do Some Firms Give Stock Options to All Employees?: An Empirical Examination of Alternative Theories*, February 2004. Research Paper Series Paper No. 1772(R). Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=361600> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.361600>, 9-14.

<sup>32</sup> *Idem*

## 5.2 Retenção

Ao longo dos últimos anos, o crescimento das diversas indústrias tem vindo a incrementar, e por consequência tem existido uma maior concorrência entre empresas, havendo assim uma necessidade por parte das empresas em garantir o vínculo laboral com os seus trabalhadores, detentores do *know-how*, incluindo sobretudo segredos de indústria.<sup>33</sup>

Atento a esta realidade, as empresas têm a necessidade de proteger as suas mais-valias, os seus trabalhadores. É neste sentido que os SOP's poderão relevar uma utilidade adicional, dado que estes, por norma, têm um prazo de exercício (maturidade) relativamente significativo, acabando assim por vincular os trabalhadores a manter o seu vínculo laboral à empresa, de modo a obter o futuro ganho proveniente do exercício da opção.<sup>34</sup>

Esta teoria ainda não foi muito explorada pela doutrina, no entanto, sou da opinião que poderá passar por uma solução para o problema de retenção do conhecimento, dos trabalhadores nas empresas, evitando a necessidade de custos adicionais com a formação de novos trabalhadores e a distribuição “gratuita” de informação interna da empresa.

## 5.3 Liquidez

De acordo com vários autores, nomeadamente Paul Oyer and Scott Schaefer<sup>35</sup>, os SOP's são um dos meios ao alcance das empresas para solucionar problemas de liquidez sem recorrer a financiamento externo.

De acordo com alguns estudos realizados<sup>36</sup>, algumas empresas com escassa liquidez atribuíram SOP's aos seus trabalhadores em contrapartida do seu trabalho. Embora as empresas não possam substituir por completo a remuneração de um trabalhador por SOP's<sup>37</sup>, podem atribuir os mesmos a título de incentivo ou até retribuição.

<sup>33</sup> OYER, PAUL AND SCHAEFER, SCOTT, *Why Do Some Firms Give Stock Options to All Employees?: An Empirical Examination of Alternative Theories*, February 2004. Research Paper Series Paper No. 1772(R). Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=361600> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.361600> , 14-15.

<sup>34</sup> *Idem*

<sup>35</sup> OYER, PAUL AND SCHAEFER, SCOTT, *Why Do Some Firms Give Stock Options to All Employees?: An Empirical Examination of Alternative Theories*, February 2004. Research Paper Series Paper No. 1772(R). Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=361600> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.361600> , página 15.

<sup>36</sup> *Idem*

<sup>37</sup> De acordo com o Código do Trabalho Português, nomeadamente o n.º2 do artigo 249º, a retribuição tem duas características essenciais, a sua regularidade e periodicidade. Ora de acordo com Luís Manuel Teles de Menzes Leitão, “a regularidade da retribuição prende-se com o facto de a mesma aparecer como garantida em

Na minha opinião, esta característica dos SOP's, embora benéfica para os trabalhadores, poderá ser prejudicial para os trabalhadores, tendo em conta que permite à empresa camuflar a sua real situação financeira, podendo inclusivamente nunca resultar num ganho efectivo para o trabalhador<sup>38</sup>.

---

*consequência da celebração do contrato de trabalho*”, o que não acontece com os SOP's. Estes não ocorrem com regularidade e dependem de factores externos (que o preço de exercício seja superior ao preço de aquisição). Vide Leitão, Luís Manuel Teles de Menezes, *Direito do Trabalho*, Almedina 2008, 341 – 342.

<sup>38</sup> Se a empresa já se encontra numa situação de escassa liquidez, existe uma probabilidade significativa que o valor de aquisição da empresa desvaloriza e o beneficiário do SOP's seja colocado numa situação de “*out of money*”.

## 6. Ineficiências dos SOP's

Após ter analisado os objectivos dos SOP's, iremos proceder à análise das suas ineficiências tanto na perspectiva do trabalhador como na perspectiva da empresa.

### 6.1 Perspectiva do trabalhador

Conforme analisado nos capítulos anteriores, embora o trabalhador seja beneficiário de um SOP, ele encontra-se numa situação de risco<sup>33</sup>, o seu ganho está dependente não só do seu desempenho, como ainda de factores externos que não pode controlar – volatilidade; crise financeiras, entre outros.

No meu entender, os SOP's comportam sempre um risco para os trabalhadores quando estes lhes são atribuídos a título de contrapartida do seu trabalho, dado que a empresa já obteve a sua vantagem (o esforço e trabalho do seu trabalhador).

De referir que, embora os SOP's possam sugerir ser fiscalmente benéfico para os trabalhadores, tal não se verifica, os SOP's apenas permitem ao trabalhador adiar a tributação do rendimento proveniente do exercício do direito de aquisição da acção, momento de tributação<sup>34</sup>.

### 6.2 Perspectiva da empresa

Neste contexto convém analisar não só a perspectiva unilateral da empresa enquanto pessoa colectiva e entidade patronal, mas também enquanto sociedade de capitais.

No que concerne às acções, tendo em conta que os SOP's consistem na atribuição de um direito de aquisição ou subscrição de acções, a empresa que os concede terá que adquirir as acções, recorrendo ao mercado, ou, proceder à emissão de acções próprias<sup>35</sup>, por norma as empresas recorrem à última.

---

<sup>33</sup>Vide Subcapítulo 5.3 - Liquidez.

<sup>34</sup> Vide Subcapítulo 4.2 – Enquadramento Fiscal, Momento de tributação e Montante tributável.

<sup>35</sup> De referir que uma sociedade não pode adquirir ou deter acções própria representativas de mais de 10% do seu capital (cf. n.º 2 do artigo 317 do Código das Sociedade Comercias), nem pode deter as acções próprias por um período superior a três anos (cf. n.º 1 do artigo 323º Código das Sociedades Comerciais).

Uma das ineficiências apontada aos SOP's é a diluição do valor das acções<sup>36</sup>, um tema que preocupa os accionistas das empresas concedem estes instrumentos aos seus trabalhadores, tendo em conta que são eles que suportam a diluição da sua posição patrimonial<sup>37</sup>. A diluição do valor das acções já no mercado perde valor por duas razões essenciais: quando a empresa emiti novas acções, os títulos já existentes, em posse dos acionistas/investidores desvalorizam, porque o valor da empresa mantém-se, mas o número de acções a circular é maior; e, por outro lado, o beneficiário do SOP apenas vai exercer o seu direito se estiver "*in the Money*", ou seja, se o preço de exercício for inferior ao valor de aquisição da acção o que irá resultar num custo para a empresa.

Outra ineficiência para a empresa resulta do custo contabilístico inerente ao exercício do direito de aquisição ou subscrição da acção. Com a implementação da regra IASB (IFRS 2)<sup>38</sup>, as empresas são obrigadas a reflectir o custo resultante dos SOP's na sua contabilidade, dado que, de acordo com um estudo realizado pelo *International Accounting Standards Committee*, existe um consumo de recursos económicas que não seria de outra forma considerado.<sup>39</sup>

---

<sup>36</sup> GILLAN, STUART L., *Option-Based Compensation: Panacea or Pandora's Box?*, in *Journal of applied Corporate Finance - Bank of America*, Volume 14 number 2, Summer 2001, 116-120.

<sup>37</sup> OLIVEIRA, ANTÓNIO FERNANDES, *Remuneração de Administradores e Planos de Aquisição de Acções*, in *Cadernos do Mercado de Valores Imobiliários*, página 29.

<sup>38</sup> OLIVEIRA, ANTÓNIO FERNANDES, *Remuneração de Administradores e Planos de Aquisição de Acções*, in *Cadernos do Mercado de Valores Imobiliários*, 33-37.

<sup>39</sup> PINTO OLIVEIRA, ANTÓNIO FERNANDES, *Remuneração de Administradores e Planos de Aquisição de Acções*, in *Cadernos do Mercado de Valores Imobiliários*, página 29.

## 7. Conclusão

Os SOP's são instrumentos concebidos pelo mercado financeiro, como resposta à necessidades deste, nomeadamente das empresas, resulta da crescente complexidade financeira e empresarial, da inovação financeira.

A inovação financeira surge devido às medidas legislativas, às novas tecnologias, à maior concorrência no sistema financeiro, à internacionalização das finanças, às alterações produzidas no seio dos mercados, à desregulação, (...), em suma, a inovação surge devido às imperfeições do mercado.

À primeira vista seríamos tentados a afirmar que a regulação limita a inovação, no entanto, no sector financeiro as alterações de *regulação* têm funcionado como incitador à inovação. Um autor, Kane (1986), identificou a “dialéctica da regulação” como um impulsionador da inovação. A regulação e a inovação têm vindo a funcionar em correlação - a inovação incrementa com as restrições na regulação, que por sua vez reage aos impulsos de inovação, regulando-as.<sup>1</sup>

Com o surgir da crise financeira levantaram-se várias questões relativamente à regulação do sector financeiro, questionou-se e continua-se a questionar se foi a falta de regulação que terá estado na origem de toda esta crise e se a solução da mesma está em reforçar a regulação através da legislação e de entidades reguladoras. Questiona-se ainda se os Governos foram os responsáveis ou se o próprio Mercado causou a crise e o “Governo” seja a solução.

Penso que, tal como Jaime Caruana refere no seu artigo<sup>2</sup>, houve uma incapacidade do próprio mercado resolver por si só os problemas que nele se criaram (eg avaliação adequada dos riscos), mas também acho que houve um excesso de confiança na capacidade de resposta e auto-regulação do mercado por parte dos governos.

No meu entender, tem que haver um limite de intervenção dos governos, caso contrário, corremos o risco de agravar ainda mais a crise já existente, alastrando-a aos governos, provocando situações de dívida insuportável para os mesmos e atingindo até uma situação de queda de todo o sistema financeiro, algo que se temeu no início desta mesma crise financeira. A regulação a implementar deverá ser objectiva, realista - o risco financeiro existe e não pode ser reduzido a zero – e incentivadora à implementação de melhores políticas económicas.

<sup>1</sup> Como exemplo da primeira situação temos os *Currency SWAPS*, estes surgiram (*inovação*) devido à regulamentação – legislação que limita os fluxos cambiais transfronteiriços (como é o caso do Brasil).

<sup>2</sup> CARUANA, JAIME, *Regulación e Innovación en la Reciente Crisis Financiera*, in Estabilidade Financeira, N.º 14 – Banco de Espanã.

No que concerne aos SOP's, tal como foi analisado ao longo deste documento, não existe uma regulação rígida deste instrumento, mas antes das comissões de remuneração e das obrigações declarativas relativamente às políticas de remuneração.

Na minha opinião, este tipo de regulação é ideal, nomeadamente quando feita por via de recomendações, dando alguma discricionariiedade aos governos para intervir na sua implementação e às próprias empresas.

Sou do entendimento que a regulação no âmbito financeiro deve ser cuidados, tendo em conta a complexidade dos instrumentos e o objectivo geral dos mesmo, responder às necessidades do mercado que se encontra em constante mudança, carecendo assim de algum margem de adaptação constante.

No que concerne à implementação de SOP's , sou da opinião que este instrumento não tem um mero objectivo de incentivar os trabalhadores ou alinhar os interesses destes com a empresa, mas sobretudo como uma soluçãoo problemas que possam surgem no âmbito da Gestão de Sociedade, sobretudo devido ao facto de muitas empresas estarem cotadas em bolsa (e algumas em diversas bolsas – *e.g.* New York Stock Exchange; Euronext; London stock Exchange ...).

Assim, é de concluir que os SOP's são um instrumento bastante complexo, tendo em conta que comporta diversas ineficiências e riscos, podendo no entanto, resultar num *outcome* benéfico não só para a própria empresa e os seus accionistas, mas também para os seus trabalhadores, desde que a sua implementação seja feita de forma apropriada à realidade da empresa e do próprio mercado.

## **Bibliografia**

- Baker, George P.; Jensen, Michael C.; Murphy, Kevin J., *Compensation and Incentives: Practice vs. Theory*. Michael C. Jensen, FOUNDATIONS OF ORGANIZATIONAL STRATEGY, Harvard University Press, 1998; *Journal of Finance*, Vol. 63, No. 3, pp. 593-616, July 1998. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=94029> or doi:10.2139/ssrn.94029.
- Bebchuk, Lucian A.; Fried, Jesse M., *Executive Compensation as an Agency Problem*. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, pp. 71-92, 2003; Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 421. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=364220> or doi:10.2139/ssrn.364220.
- Bebchuk, Lucian A.; Fried, Jesse M., *Pay Without Performance: Overview of the Issues*. *Journal of Corporation Law*, Vol. 30, No. 4, pp. 647-673, 2005; *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 17, No. 4, pp. 8-22, 2005; *Academy of Management Perspectives*, pp. 5-24, February 2006; Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 528. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=761970>.
- Bebchuk, Lucian A.; Fried, Jesse M., *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*. Harvard University Press, 2004; UC Berkeley Public Law Research Paper No. 537783. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=537783>.
- Becht, Marco, Bolton, Patrick; Röell, Ailsa A., *Corporate Governance and Control* (October 2002). ECGI - Finance Working Paper No. 02/2002. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=343461> or doi:10.2139/ssrn.343461
- Bodie, Zvi; Kaplan, Robert S.; Merton, Robert C., *As Opções sobre acções são um custo*. 2004<sup>1</sup>
- Campos, Diogo Leite; Santos, Ana Miguel; Soutelinho, Susana, *O "regime jurídico" das opções sobre acções (ano de 2000)*. *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 66, Vol. II, pp. 489-516, Setembro de 2006.
- Cardona, Rogelio J., *Changes in Equity Compensation Plans: Evidence from the U.S. Capital Markets* (2010). *Global Journal of Business Research*, Vol. 5, No. 2, pp. 41-52. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1873556>.
- Coglianesi, Cary; Nash, Jennifer, *Management-Based Strategies for Improving Private Sector Environmental Performance* (March 2005). KSG Working Paper No. RWP05-025; Harvard Public Law Working Paper No. 110; U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 05-09. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=681230> or doi:10.2139/ssrn.681230.

<sup>1</sup> Indicação incompleta.

- ➔ Core, John E., Guay, Wayne R.; Thomas, Randall S., *Is U.S. CEO Compensation Inefficient Pay without Performance?* (April 7, 2005). Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 05-05; Michigan Law Review, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=648648>.
- ➔ Corrado, Charles J; Jordan, Bradford D; Miller Jr, Thomas W; Stansfield, John J., *Repricing and Employee Stock Option Valuation*. Journal of Banking and Finance 25 (2001), 1059-1082. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=648648>.
- ➔ Duarte, Carlos Manuel Coelho; Orientado pelo Prof. Doutor José Paulo Esperança & Co-orientado pelo Prof. Doutor José Dias Curto, *Determinantes das Políticas de remuneração nas Empresas Portuguesas*, Tese de Doutoramento no ISCTE, Junho de 2006.
- ➔ Gillan, Stuart L., *Option-based Compensation: Panacea or Pandora's Box?*. Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 14, No. 2, Summer 2001. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=308546> or doi:10.2139/ssrn.308546.
- ➔ Guay, Wayne R.; Core, John E., *Stock Option Plans for Non-Executive Employees* (October 2000). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=249511> or doi:10.2139/ssrn.249511.
- ➔ Hall, Brian J.; Murphy, Kevin J., co-autor, *The trouble with stock options*. The Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 3. (Summer, 2003), pp. 49-70. Available at: <http://www.jstor.org/stable/3216822>.
- ➔ Hallock, Kevin F.; Olson, Craig A., co-autor, *The value of stock options to non-executive employees*, Cambridge : National Bureau of Economic Research, 2006.\*
- ➔ Jensen, Michael C.; Meckling, William H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* (July 1, 1976). Michael C. Jensen, *A THEORY OF THE FIRM: GOVERNANCE, RESIDUAL CLAIMS AND ORGANIZATIONAL FORMS*, Harvard University Press, December 2000; Journal of Financial Economics (JFE), Vol. 3, No. 4, 1976. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=94043> or doi:10.2139/ssrn.94043.
- ➔ Jensen, Michael C.; Murphy, Kevin J., *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*. Finance Working Paper No. 44/2004 (2004). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=561305> or doi:10.2139/ssrn.561305.
- ➔ Johnson, Calvin H., *Why Stock and Stock-Option Compensation are Such a Terrible Idea* (October 2003). U of Texas Law, Law and Econ Research Paper No. 003. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=474362> or doi:10.2139/ssrn.474362.
- ➔ Lin, Yu Peng; Sesil, James C., *Broad-Based Stock Options and Firm Productivity: Do they Promote the Formation of Organizational Capital?*. Working Paper Series in Human Resource Management, Distributed for educational purposes through the Center for HR Strategy, Rutgers University, 2006.

➔ Mehran, Hamid; Tracy, Joseph S., *The Effect of Employee Stock Options on the Evolution of Compensation in the 1990s*. Economic Policy Review, Vol. 7, No. 3, December 2001. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=272482> or doi:10.2139/ssrn.272482.

➔ Mehran, Hamid; Tracy, Joseph S., *The Impact of Employee Stock Options on the Evolution of Compensation in the 1990s* (July 2001). NBER Working Paper No. W8353. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=27542>.\*

➔ Oyer, Paul; Schaefer, Scott, *Why Do Some Firms Give Stock Options to All Employees?: An Empirical Examination of Alternative Theories* (February 2004). Research Paper Series Paper No. 1772(R). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=361600> or doi:10.2139/ssrn.361600.

➔ Peixoto, João Paulo Seara Sequeira do Vale, *Opções em Portugal: um primeiro ensaio*. 1992<sup>2</sup>

➔ Perun, Pamela J., *Employee Stock Ownership Plans: A Status Report* (June 2000). UI The Retirement Project Brief Series No. 10. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=236837> or doi:10.2139/ssrn.236837.

➔ Pinto, Rui Montes, *Planos de Opções de Acções*, in Revista “Revisores & Empresas”, Junho de 2006.

➔ Sanches, J. L. Saldanha, O regime actual das stock options, em colaboração com Rui Barreira, FISCALIDADE, 7/8 (2001), 5-16.

➔ Pinto, Rui Montes, Planos de Opções de Acções, in Revisores & Empresas, Abril / Junho 2006.

➔ Câmara, Paulo, 2.1.5 – Remuneração, in Código do Governo das Sociedades Anotado, Almedina 2012.

➔ Caruana, Jaime, Regulación e Innovación en la Reciente Crisis Financeira, in Estabilidade Financeira, N.º 14 – Banco de Espanha.

➔ Oliveira, António Fernandes, Remuneração de Administradores e Planos de Aquisição de Acções, in Cadernos do Mercado de Valores Imobiliários.

---

<sup>2</sup> Indicação incompleta.