

# FUNCIONAMIENTO Y MODALIDADES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES (STOCK OPTIONS) COMO SISTEMA RETRIBUTIVO

**ELENA MERINO MADRID**

*Profesora Asociada del Departamento de  
Administración de Empresas.  
Facultad de Derecho y Ciencias Sociales.  
Universidad de Castilla-La Mancha*

## **Extracto:**

**E**N los últimos tiempos han surgido una serie de figuras retributivas variables a largo plazo, que tratan de vincular la paga de directivos, consejeros y trabajadores, con el incremento del valor de las acciones, de tal forma que, al buscar el incremento del valor de estas, los accionistas se ven beneficiados de ese incremento, ante la posibilidad de recibir mayor rentabilidad.

Dentro de estas figuras destacan los planes de opciones sobre acciones (*stock options*), tanto por su complejo funcionamiento como por las diversas modalidades existentes.

**Palabras clave:** sistemas retributivos, retribución de directivos, planes de opciones sobre acciones, derecho de compra sobre acciones y modalidades *stock options*.

# OPERATION AND TYPES OF STOCK OPTIONS AS COMPENSATION SYSTEM

**ELENA MERINO MADRID**

*Profesora Asociada del Departamento de  
Administración de Empresas.  
Facultad de Derecho y Ciencias Sociales.  
Universidad de Castilla-La Mancha*

## **Abstract:**

**I**n recent times there have been a series of figures long-term variable remuneration, which seek to link the pay of management, directors and employees, increasing the value of the shares, so that, in seeking to enhance the value of these, the shareholders are benefited from this growth, the possibility of receiving higher returns.

Within these figures highlight the stock option plans because of its complex functioning as the various existing modalities.

**Keywords:** pay systems, remuneration management, stock option plans, stock purchase rights and types of stock options.

# Sumario

1. Concepto y funcionamiento de las stock options.
2. Modalidades de stock options.
  - 2.1. Premium options.
  - 2.2. Performance-vested options.
  - 2.3. Purchased options.
  - 2.4. Repriceable options.
  - 2.5. Reload options.
  - 2.6. Indexed options.
3. Conclusiones.

Bibliografía.

## 1. CONCEPTO Y FUNCIONAMIENTO DE LAS STOCK OPTIONS

Se entiende por Plan de Opciones sobre Acciones (Stock Options) a aquel programa de retribución establecido por una empresa, mediante el que se otorga a los empleados, directivos o administradores el derecho a la compra de acciones de esta o de alguna de las empresas del grupo a un determinado precio durante un periodo de tiempo prefijado.

Dentro de los planes de opciones sobre acciones se pueden distinguir los elementos que intervienen, como: activo subyacente, precio de ejercicio, precio del activo, periodo de espera o de exclusión, periodo de ejercicio y prima por derecho de opción.

El *activo subyacente* es el bien al que está referida la opción y que, en el contexto tratado, normalmente serán las acciones de la propia entidad o de una tercera (v.g.: de la dominante del grupo) que, llegado el momento, el beneficiario podrá comprar, si finalmente opta por ejercer las opciones.

El *precio de ejercicio*, también llamado precio de compra o de ejecución, es el precio que se establece para el activo subyacente y que, en caso de ejercitar las opciones, será el precio que debe pagar el beneficiario para adquirir su propiedad. El precio de ejercicio puede ser fijo, es decir, perfectamente establecido y conocido en el momento de la concesión del plan (v.g.: el valor de cotización en el momento de la concesión), o bien variable, cuando está referido a alguna variable, como, por ejemplo, si se establece que el precio de ejercicio sea el valor de cotización en el último trimestre, descontándole un 15 por 100.

El precio del ejercicio de las acciones es fijo, cuando se establece en el momento de la redacción del contrato, pudiendo ser de tres tipos:

- *In the money* («en dinero»): el precio de ejercicio es inferior que el precio de cotización, estaríamos ante opciones con descuento.
- *At the money* («a dinero»): el precio de ejercicio es igual a la cotización de la acción en el momento de la concesión.
- *Out the money* («fuera de dinero»): el precio de ejercicio es mayor que el precio de cotización. Estaríamos ante opciones con prima.

El *precio del activo* es el valor que tienen las acciones durante el periodo de ejercicio. Dicho valor puede ser conocido de forma directa o no, en función de que las acciones coticen en bolsa o no. Así pues, el valor de las acciones cotizadas en bolsa viene dado por el propio mercado, pudiendo conocerse en cualquier momento su valor sin tener que recurrir a ningún tipo de cálculo, mientras que el valor de las no cotizadas estará en función de alguno de los métodos disponibles. Estas valoraciones de las acciones servirá para decidir si es conveniente o no el ejercicio de las opciones otorgadas sobre las mismas.

El *periodo de espera* o de exclusión es el periodo durante el cual el beneficiario de las opciones sobre acciones no puede ejercitar las mismas.

El *periodo de ejercicio* es aquel periodo durante el cual el beneficiario puede ejercitar, si así lo decide, sus opciones. Llegado el momento del ejercicio de las opciones, la ejecución se hará cuando

el precio pactado sea inferior al precio de mercado, ya que, en caso contrario, no será lucrativo para el beneficiario ejecutar las opciones, al ser más barato comprar esas mismas acciones en el mercado.

Es frecuente el establecimiento de diferentes periodos de ejercicio, para evitar el riesgo de decisiones a corto plazo por los beneficiarios de los planes de opciones sobre acciones. Por este motivo, el ejercicio de las opciones se distribuye por partes entre diferentes años, asegurando, por un lado, el interés de los beneficiarios en seguir incrementando el valor de las acciones y, por otro, la continuidad de los mismos en el seno de la empresa, incentivados por el hecho de ejercitar dichas opciones en el futuro.

La *prima por derecho de opción* es el precio que el beneficiario paga por el derecho de opción. En general, cuando se está ante opciones sobre acciones que la empresa ofrece a sus trabajadores no suele exigirse el pago de prima alguna (MORADILLO, 2001, pág. 147), puesto que las opciones se consideran como una contraprestación del trabajo que los empleados realizan para la empresa. Quizás sería más correcto decir que no se exige prima dineraria sino en especie, ya que la prima es el propio trabajo.

## 2. MODALIDADES DE STOCK OPTIONS

Dentro de las stock options se pueden distinguir diferentes modalidades en función de que se establezcan unas condiciones u otras, llegando cada una de ellas a tener su propia denominación, constituyendo, no obstante, figuras muy similares entre sí, ya que todas están basadas en contratos de opciones sobre acciones, presentando, sin embargo, características distintas en uno u otro elemento, ya sea el precio de ejercicio, el valor del activo subyacente, etc.

Estas variaciones, que han convertido a las opciones sobre acciones en sistemas de retribución cada vez más sofisticados, han ido surgiendo con el objetivo de superar las diferentes críticas y deficiencias de las opciones sobre acciones iniciales (en adelante, tradicionales),<sup>1</sup> caracterizadas fundamentalmente por entregarse con valor cero, es decir, con un precio de ejercicio igual al valor de cotización en el momento de la concesión del plan (lo cual supone beneficios casi desde el momento de la entrega si la tendencia es de subida del valor de cotización), y sin más exigencia a los beneficiarios que la de no abandonar la empresa, mientras que el beneficio del plan depende de los ciclos bursátiles sin que pueda medirse con fiabilidad si el desempeño realizado por el beneficiario ha influido positivamente en el incremento del valor de cotización de las acciones (RAPPAPORT, 1999, pág. 92; MEULBROEK, 2001, pág. 2; SAHLMAN, 2002, pág. 94; GERAKOS *et al.*, 2005, pág. 1; KUANG y SUIJS, 2006, pág. 1).

### 2.1. Premium options

Son opciones que se caracterizan porque el precio de ejercicio es fijado muy por encima del precio de cotización que tengan las acciones en el momento de la concesión (RAPPAPORT, 1999, pág. 93; JOHNSON y TIAN, 2000, pág. 4; POITRAS, 2004, pág. 16; GERAKOS *et al.*, 2005, pág. 3), por ejemplo, del 150 por 100, asegurándose la empresa de que solo en el caso de que el precio de las acciones alcancen, al menos, ese límite, los beneficiarios percibirán un beneficio. Con ello también se quiere

<sup>1</sup> En la doctrina americana, a las opciones entregadas «in the money» se las llama «traditional options», mientras que al resto (indexed options, performance options, etc.) se las denomina «non traditional stock options» (BOZZI, 2002).

garantizar que los beneficiarios solo obtendrán beneficios una vez que los accionistas han alcanzado unas ganancias predefinidas (PÉREZ MAIQUEZ, 2002, pág. 222).

Por otra parte, este tipo de opciones suponen un mayor incentivo para sus beneficiarios que las opciones tradicionales (COLLAZZO, 2004, pág. 150), normalmente fijadas «at the money» ya que el incremento del valor de la acción debe ser muy superior para que se obtengan beneficios, en contraposición con las opciones tradicionales, criticadas precisamente por el hecho de otorgar beneficios casi desde el mismo momento de su concesión sin necesidad de realizar ningún tipo de esfuerzo por parte de sus beneficiarios.

Diversos autores (CÓRDOBA, 2001; BOZZI, 2004; DEYÁ, 2004) consideran que la utilización de este tipo de opciones solo es aconsejable cuando se trata de empresas con un rápido crecimiento y para grupos reducidos de ejecutivos, ya que, en caso contrario, pueden suponer unos objetivos demasiados exigentes que, a lo mejor, a los directivos no les interesa asumir, pudiendo preferir recibir otra remuneración más reducida pero segura.

## 2.2. Performance-vested options

Se trata de opciones que únicamente pueden ser ejercitadas cuando el valor de cotización de las acciones alcance un determinado nivel, muy por encima del valor de cotización del momento en que se acuerde la entrega de las opciones, independientemente de cuál sea el precio de ejercicio (JOHNSON y TIAN, 2000, pág. 4; BOZZI, 2004, pág. 9; POITRAS, 2004, pág. 16). En el caso de que nunca se alcance la citada barrera, las «opciones expirarán sin tener ningún valor en la fecha de ejercicio» (CÓRDOBA, 2001, pág. 161; BOZZI, 2004, pág. 9).

En algunas ocasiones, incluso, se exige que el valor de las acciones se mantenga durante un determinado periodo de tiempo, por ejemplo, un mes, por encima del valor de la barrera establecida, para que se puedan ejercitar las opciones. Esta modalidad suele utilizarse cuando se espera un incremento de la cotización de las acciones, por lo que si los beneficiarios consiguen mantener dicha cotización durante el periodo establecido, recibirán una recompensa.

Esta modalidad de opciones, al igual que las premium options, crea mayores incentivos para la búsqueda del incremento de la acción (JOHNSON y TIAN, 2000, pág. 4), ya que este será necesario para que finalmente las opciones puedan ejercitarse.<sup>2</sup> Normalmente este tipo de opciones se vinculan a objetivos individuales, de grupo o corporativos, aunque también pueden estar ligados a otros factores tales como las ventas, beneficios o retorno sobre la inversión (COLLAZZO, 2004, pág. 150; GERAKOS *et al.*, 2005, pág. 3).

## 2.3. Purchased options

Esta modalidad de opciones se caracteriza porque el beneficiario debe satisfacer una parte del precio de ejercicio en el momento de la formalización del contrato (JOHNSON y TIAN, 2000, pág. 4;

<sup>2</sup> De hecho, el estudio realizado por BOZZI (2002) concluye que las opciones tradicionales son menos eficientes que las indexed options o las performance options a la hora de crear incentivos para que los beneficiarios busquen incrementar el precio de las acciones.

POITRAS, 2004, pág. 16; RUDKIN y PARSLEY, 2004, pág. 5), cuantía que suele ser de un 5 o 10 por 100. Esta modalidad es denominada por COLLAZZO (2004, pág. 150) como «stock options de prepago», estableciendo que el beneficiario «anticipa el pago parcial y emite un pagaré a favor de la empresa comprometiéndose a abonar el saldo al ejercer la opción».

Si finalmente las opciones se ejercitan en la fecha de ejercicio, el beneficiario deberá pagar la cuantía restante acordada, restando lo que ya pagó en la fecha inicial. Sin embargo, si las opciones finalmente no se ejercitan, el dinero adelantado no se devuelve por parte de la empresa (TAPIA HERMIDA y TAPIA FRADE, 2002, pág. 122), por lo que vendría a ser algo así como una fianza pensada para que, por lo menos, los directivos no se marchen de la empresa o, al menos, se lo piensen antes de hacerlo (CÓRDOBA, 2001, pág. 172).

Una de las críticas recibidas sobre las opciones «tradicionales» es que no suponen ningún tipo de pérdida para los beneficiarios, de tal forma que si se exige el pago de una parte al inicio, al menos se podría esperar un mayor esfuerzo y atención para intentar incrementar el valor de las acciones, lo que les reportará un beneficio y les supondrá no perder lo que ya pagaron. En cualquier caso, podría darse la situación, inevitable, que el beneficiario se viese tentado por la competencia con un plan de opciones que le reportase tal beneficio desde el principio que le permitiese compensar el precio pagado de antemano de las «purchase options» y, aun así, seguir obteniendo un beneficio.

## 2.4. Repriceable options

Estas opciones se caracterizan porque se puede modificar el precio de ejercicio en fechas posteriores a la concesión del plan, en el caso de producirse bajadas significativas de la cotización bursátil por circunstancias ajenas a la gestión de la empresa (JOHNSON y TIAN, 2000, pág. 4; POITRAS, 2004, pág. 16). Esta práctica ha sido muy criticada, y aunque en los Estados Unidos es muy habitual, en España es más difícil de llevar a cabo, porque se necesita el consentimiento de la junta general de accionistas, que no considera muy adecuada dicha modificación. Además, hay que tener en cuenta que la mencionada modificación del precio de ejercicio conllevará para la empresa un coste, que muchas veces no está dispuesta a asumir. Una posible solución sería que, a la vez que se modifica el precio de ejercicio, se disminuyese el número de opciones, para que, de esta forma, no se incremente el coste (BOZZI, 2004, pág. 10).

Este tipo de opciones pretende evitar que los directivos, ante la pérdida de atractivo de su plan de opciones, abandonen la empresa, tentados por el ofrecimiento por parte de otras empresas de planes más lucrativos. El problema es determinar si la caída del valor de cotización es asignable o no a los gestores de la empresa, por ejemplo, puede darse el caso de que la bolsa haya caído un 20 por 100 y el valor de la empresa tan solo el 15 por 100, «es probable que la gestión sea buena y los ejecutivos se merezcan una regularización del precio de ejercicio de su stock options» (CÓRDOBA, 2001, pág. 163). En cualquier caso, si finalmente se permite la modificación del precio de ejercicio, lo normal es que «se imponga un periodo de ausencia de ejercicio de las opciones, a fin de garantizarse que la ventaja dada al ejecutivo no va a servir para que las ejecute y se vaya de todas formas a la competencia» (CÓRDOBA, 2001, pág. 163).

## 2.5. Reload options

Esta modalidad se caracteriza porque la empresa permite a los beneficiarios de su plan de opciones que «recarguen» este con otras nuevas, cuando el ejercicio se produce en una fecha anterior al momento del vencimiento (HEMMER *et al.*, 1998, pág. 231; JOHNSON y TIAN, 2000, pág. 4; DAI y KUEN, 2005, pág. 1). En estos casos, el beneficiario paga el precio de ejercicio de las opciones mediante la entrega de acciones que ya poseía de la sociedad, las cuales son valoradas según precio de mercado en el momento del ejercicio. Posteriormente, el beneficiario recibe nuevas opciones, en el mismo número que las acciones anteriormente entregadas, normalmente con el mismo vencimiento que tuviesen las opciones antiguas, aunque el precio de ejercicio se establecerá en función de la cotización en el momento en que se produce la «recarga» (RUDKIN y PARSLEY, 2004, pág. 5).

Esta modalidad de opciones también se conoce como «replacement option», «continuation option», «replenishment option» y «restoration option» (HEMMER *et al.*, 1998, pág. 232).

Como ventaja de esta modalidad de opciones, al igual que para la anterior, está el hecho de que incentiva de manera especial a sus beneficiarios, al establecerse una nueva entrega de acciones tras el ejercicio de las opciones. Sin embargo, como inconveniente, se presenta el hecho de que «pocas firmas exigen periodos de tenencia mínimos para las acciones propias o adquiridas, por lo que el directivo podría fácilmente comprar acciones justo antes de ejercer la opción, ejercer, y luego venderlas realizando el beneficio» (COLLAZZO, 2004, pág. 151).

## 2.6. Indexed options

Son opciones que se caracterizan porque el precio de ejercicio variará en función de cómo evolucione un determinado índice, que se habrá establecido en el momento de la concesión del plan (ACHARD Y CASTELLO, 2000, pág. 108; JOHNSON y TIAN, 2000, pág. 4; SAHLMAN, 2002, pág. 95; POITRAS, 2004, pág. 16), de tal manera que, en el momento de la concesión, el precio de ejercicio no se conoce, ya que variará en función de los movimientos del valor de referencia (COLLAZZO, 2004, pág. 146).

El índice utilizado puede ser un índice bursátil o la media de la evolución de un determinado grupo de acciones en el mercado (CÓRDOBA, 2001, pág. 174; JORGENSEN, 2002, pág. 3). El objetivo de este tipo de instrumentos es recompensar a los beneficiarios cuando las acciones de la compañía se encuentren por encima de la media, dejando a un lado, por tanto, los ciclos alcistas o bajistas de la bolsa, por lo que de esta forma el «repricing» no tiene mucho sentido.

Debido a que los crecimientos de los precios de las acciones pueden diferir bastante de unos sectores de actividad a otros, es aconsejable para establecer «indexed options» calcular un índice con empresas pertenecientes al mismo sector de actividad, en lugar de un índice general (RAPPAPORT, 1999, pág. 94), si bien esta tarea se encuentra con el inconveniente de identificar dichas empresas similares, debido a la gran diversificación de las actividades de las empresas que se viene produciendo en los últimos tiempos.

En el momento del ejercicio de las opciones indexadas, el valor de cotización que debe aplicarse a las acciones se calcula «añadiendo al precio de adjudicación de la opción el porcentaje de

incremento del índice bursátil general» (PÉREZ MÁIQUEZ, 2002, pág. 222), de este modo se premia lo que se haya incrementado las acciones más que la tendencia general, obteniendo una mejor medida de los rendimientos positivos, permitiendo recompensar los rendimientos superiores y penalizando los inferiores (JORGENSEN, 2002, pág. 3). Esta circunstancia provoca que los beneficiarios sean recompensados por el éxito de la empresa y no por circunstancias favorables del mercado que están fuera de su control (POVEDANO, 2003a, pág. 2; BOZZI, 2004, pág. 8), además de evitar que los directivos «se limiten a seguir la tendencia del mercado, sin invertir recursos y esfuerzos en la búsqueda de nuevas oportunidades de crecimiento e inversión para la empresa» (DEYÁ, 2004, pág. 190).

Esta modalidad presenta, además, la ventaja de que, ante ciclos bajistas de la bolsa, las opciones pueden seguir teniendo valor, si las acciones de la sociedad han disminuido menos que el índice seleccionado (CURTIS, 2001, pág. 36; MEULBROEK, 2001, pág. 2).

Un inconveniente que presenta esta modalidad es que es muy sensible a los movimientos de los precios del mercado seleccionado. Para evitar este efecto, MEULBROEK (2001) propone la utilización de una variedad de opciones indexadas que consiste en usar una opción con un precio de ejercicio fijado donde el activo subyacente es una cartera de valores que incluya las acciones de la empresa compensada con los movimientos de los precios del mercado o la industria.

### 3. CONCLUSIONES

Una vez que una empresa ha decidido establecer un sistema retributivo basado en opciones sobre acciones, debe decidir las características de dicho sistema en función de los objetivos que pretenda alcanzar. Además, deben tenerse en cuenta las características de la propia empresa y del mercado. Si la tendencia del mercado en el momento de la concesión de las opciones es alcista, sería conveniente utilizar «premium options» o «performance-vested options» para evitar otorgar beneficios sin ningún esfuerzo por parte de los beneficiarios. En el caso contrario, que nos encontremos ante una tendencia bajista del valor de mercado, podría ser útil el uso de las «repriceable options», evitando así la pérdida de atractivo del plan si se producen caídas generalizadas de los precios. Finalmente si la empresa se encuentra en un mercado volátil, lo ideal sería utilizar las «indexed options», evitando así los ciclos alcistas o bajistas del mercado.

Cualquiera de estas modalidades podría ser compatible con las «purchased options» y «reload options».

## Bibliografía

- ACHARD, P.O. y CASTELLO, V. [2000]: *Partecipazione finanziaria e incentivazione del management*, Milán: Editorial Franco Angeli, pág. 135.
- BOZZI, S. [2004]: *Non traditional stock options for the undiversified executive*, (en línea) <http://ssrn.com/abstract=498402> (fecha de consulta: 15/06/2009).

- COLLAZO YELPO, P. [2004]: «Retribución ajustada a rendimiento relativo: el caso de las opciones indizadas», *Revista de Derecho de Sociedades*, núm. 23, págs. 145-161.
- CÓRDOBA BUENO, M. [2001]: *Guía de las stock options*, Bilbao: Ediciones Deusto, SA, págs. 319.
- CURTIS, C.E. [2001]: *Pay me in Stock Options: manage the options you have, win the options you want*, New York, NY, USA: John Wiley, págs. 36, (en línea) <http://site.ebrary.com/10026392> (fecha de consulta: 15/12/2009).
- DAI, MIN y KUEN KWOK, Y. [2005]: *Symmetry between Employee Reload options and shout call options*, (en línea) <http://ssrn.com/abstract=571281> (fecha de consulta: 02/06/2009).
- DEYÁ TORTELLA, B. [2004]: «Análisis de los efectos de los planes de opciones sobre acciones (POA) en el marco del Behavioral Agency Model (BAM)», *RTSS. CEF*, núm. 257-258, págs. 153-200.
- GERAKOS, J.J.; GODMAN, T.H.; ITTNER, C.D. y LARCKER, D.F. [2005]: *The adoption and characteristics of performance stock options grants*, (en línea) <http://ssrn.com/abstract=701481> (fecha de consulta: 20/03/2009).
- HEMMER, T.; MATSUNAGA, S. y SHEVLIN, T. [1998]: «Optimal exercise and the cost of granting employee stock options with a reload provision», *Journal of Accounting Research*, vol. 36, núm. 2, págs. 231-255.
- JOHNSON, S.A. y TIAN, Y.S. [2000]: «The value and incentive effects of nontraditional executives stock option plans», *Journal of Financial Economics*, vol. 57, págs. 3-34.
- JORGENSEN, P.L. [2002]: *American-style indexed executive stock options*, Centre for Analytical Finance Working Paper Series, núm. 135.
- KUANG, Y.F. y SULIS, J. [2006]: *Incentive effects of Performance-vested Stock Options*, (en línea) <http://ssrn.com/abstract=917062> (fecha de consulta: 20/06/2009).
- MEULBROEK, L.K. [2001]: *Designing an option plan that rewards relative performance: indexed options revisited*, Harvard Business School Working Paper, núm. 02-22, (en línea) <http://ssrn.com/abstract=287067> (fecha de consulta: 15/06/2009).
- MORADILLO LARIOS, C. [2001]: «La naturaleza jurídica de las stock options desde la perspectiva laboral y de la seguridad social», *Revista del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales*, núm. 29, págs. 133-153.
- PÉREZ MÁIQUEZ, L. [2002]: «Los planes de stock options en la estrategia retributiva de la empresa», incluido en Sagarra Trías, E. (dir.), *Las stock options en España*, Bilbao: Editorial Deusto, págs. 207-226.
- POITRAS, G. [2004]: *Executive Stock Options disclosure: is FASB 123 adequate?*, (en línea) <http://www.sfu.ca/POITRAS/eso3.pdf> (fecha de consulta: 03/06/2009).
- POVEDANO, C. [2003]: *¿Son compatibles los planes de participación en el capital con las prácticas de buen gobierno corporativo?*, (en línea) <http://www.watsonwyatt.es> (fecha de consulta: 03/11/2009).
- RAPPAPORT, A. [1999]: «New thinking on how to link executive pay with performance», *Harvard Business Review*, vol. 77, núm. 2, págs. 91-101.
- RUDKIN, RONALD D. y PARSELY, ROD A. [2004]: *Valuation of Employee Stock Options and other Equity-Based Instruments*, Financial Executives Research Foundation (FERF), (en línea) [http://www.analysisgroup.com/fasb\\_fei\\_report\\_2004.pdf](http://www.analysisgroup.com/fasb_fei_report_2004.pdf) (fecha de consulta: 01/06/2005).
- SAHLMAN, W.A. [2002]: «Expensing options solves nothing», *Harvard Business Review*, vol. 80, núm. 12, págs. 90-96.
- TAPIA HERMIDA, A. y TAPIA FRADE, A.D. [2002]: «Stock options y planes de stock options dirigidos a los trabajadores (ESOPS)», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 87, julio-septiembre, págs. 43-138.