

MÓNICA MELLE HERNÁNDEZ

*Profesora de Economía Financiera de la Universidad
Complutense de Madrid (UCM)
Investigadora de la Fundación de las Cajas de Ahorros
Confederadas (FUNCAS)*

Extracto:

Los mecanismos de incentivos aplicados a los directivos empresariales, basados en conceptos retributivos, refuerzan, al menos parcialmente, los incentivos individuales para que los directivos sean responsables de sus acciones y para que sus intereses personales estén en la línea de los objetivos de la propiedad. Dentro de estos sistemas, el artículo se centra en los planes de opciones de compra sobre acciones o *stock options*, analizando sus orígenes, sus principales ventajas e inconvenientes y comparándolos con otros sistemas de incentivos para la dirección. Asimismo, el artículo ofrece una aproximación a la vigencia de los planes de *stock options* como incentivos, a sus efectos sobre los resultados de la gestión de los directivos que se benefician de los mismos y a la consideración que tienen en los códigos éticos de gobierno de empresas. Se deduce que la motivación, fidelidad e integración de las personas que componen una organización son valores fundamentales para el desarrollo óptimo del negocio, por lo que aplicar un adecuado sistema de incentivos que mantenga y fidelice a los empleados y directivos valiosos puede mejorar los resultados empresariales. Pero conseguir la forma retributiva adecuada para motivar al directivo es una tarea muy compleja en la práctica empresarial. El enfoque de agencia apuesta porque se utilicen componentes variables dentro de la compensación total. Sin embargo, la decisión sobre la forma que deben adoptar esos elementos variables debe ser analizada por cada empresa evaluando las ventajas e inconvenientes de cada una de ellas. Por otra parte, en muchas ocasiones, el problema no son los sistemas de incentivos, sino las conductas oportunistas derivadas de la información privilegiada de los propios directivos.

Sumario:

- I. Introducción.

 - II. Las *stock options*: sus principales ventajas e inconvenientes.

 - III. Las *stock options* frente a otros sistemas de incentivos para la dirección.

 - IV. Vigencia de las *stock options* como incentivos.

 - V. ¿Stop a las *stock options*?
- Bibliografía.

I. INTRODUCCIÓN

Los sistemas de incentivos constituyen un elemento esencial en la ciencia económica, ya que en ésta se parte de la premisa de que cada agente posee su propia función de utilidad, que trata de maximizar. Adam SMITH (1776), en *La Riqueza de las Naciones*, ya explicaba que los agentes económicos actúan por interés individual, esforzándose por mejorar su condición ¹. Precisamente esa búsqueda diligente de su propio interés por parte de los directivos empresariales, unida al posible conflicto de intereses inherente a la separación entre la propiedad y el control en las grandes empresas (o problema de agencia) y a los problemas de información asimétrica, riesgo moral y contratos incompletos, justifican la necesidad de los contratos de incentivos ². Estos contratos sirven para reforzar, al menos parcialmente, los incentivos individuales para que los directivos sean responsables de sus acciones; y se reduzca el riesgo moral que se deriva de sus posibles actuaciones discrecionales. Una forma de hacer a los directivos responsables ante los accionistas es sometiendo a una cierta aleatoriedad en la cuantía de sus rentas presentes o futuras, mediante mecanismos que, como los contratos de incentivos, aseguran que sus intereses personales estén en la línea de los objetivos de la propiedad.

La teoría de agencia pone de manifiesto, en efecto, que los directivos, como «agentes» de los accionistas, pueden no actuar siempre en beneficio de estos últimos, porque sus objetivos sean diferentes. Mientras que el objetivo de los accionistas se centra en la maximización del valor de su participación en la empresa, el de los directivos suele referirse a su retribución, su prestigio social, e incluso, su poder político; objetivos que en muchas ocasiones se relacionan con el tamaño y el riesgo de quiebra de la empresa y que pueden no crear valor para los accionistas. Adicionalmente, los contratos que se firman entre accionistas y directivos resultan incompletos dada la asimetría de la información que unos y otros tienen sobre todas las futuras posibles contingencias, que impide determinar *a priori* la asignación de los derechos de control residuales. Todo lo cual se une al problema

¹ «No obtenemos los alimentos de la benevolencia del carnicero, del cervecero o del panadero, sino de su preocupación por su propio interés. No nos dirigimos a sus sentimientos humanitarios, sino a su egoísmo, y nunca les hablamos de nuestras necesidades, sino de sus propias ventajas» (SMITH, 1776, traducción de 1988, I, ii, 2, pág. 96).

² Existe una extensa y coherente literatura económica sobre los incentivos económicos aplicados a los «problemas de agencia» (ROSS, 1973; STIGLITZ, 1975; MIRRLESS, 1976; HOLMSTROM, 1982; BAKER, MURPHY y JENSEN, 1988; ROSEN, 1990; LAFFONT y MATOUSSI, 1995; TIROLE, 1992).

de riesgo moral inherente al comportamiento humano, en este caso del directivo, que obliga a los accionistas a diseñar mecanismos de control para evitar, en la medida de lo posible, conductas oportunistas de los directivos en su asignación discrecional de los recursos que den lugar a formas de organización económica ineficientes.

Actualmente, son muchos los mecanismos por los que las empresas pueden controlar las actuaciones de sus directivos, tanto internos a la propia empresa como externos. Entre estos últimos se encuentran los mercados, ya sean de capitales, de empresas (para aquellas no cotizadas), de deuda, de directivos y de bienes y servicios; que complementan la valoración interna de los esfuerzos de la dirección³. Es más, algunos autores, como DENIS y SERRANO (1996), piensan que los mecanismos internos no funcionan sin un control activo de los mercados externos. Entre los mecanismos internos, los sistemas de compensación de directivos cada vez se utilizan más en los países desarrollados, como forma de motivarles a que maximicen la función de utilidad de los propietarios de la empresa.

El presente artículo se ciñe al estudio de una de sus formas: las opciones de compra sobre acciones, usualmente conocidas en su acepción inglesa, *stock options*. Para ello, parte de su definición y características, al objeto de explicar sus posibles ventajas e inconvenientes. En segundo término, analiza de forma comparada las *stock options* con el resto de sistemas de incentivos. Un tercer apartado expone su aplicación en el caso de las empresas españolas y en el ámbito internacional, así como los principales resultados y efectos de su utilización. Finalmente, presenta las conclusiones más importantes, que incluyen posibles vías de mejora en la aplicación de tales sistemas de incentivos y su tratamiento en los principales Códigos éticos de gobierno de empresas.

II. LAS STOCK OPTIONS: SUS PRINCIPALES VENTAJAS E INCONVENIENTES

Los sistemas de retribución para los equipos directivos en las grandes empresas buscan fórmulas imaginativas que superen los esquemas tradicionales basados en las retribuciones en especie. Empieza a ser habitual combinar en los sistemas de remuneración de directivos, e incluso de empleados, componentes fijos y variables; retribuciones diferidas y «presentes»; compensaciones monetarias y en especie (o indirectas). A la búsqueda de unas políticas retributivas más flexibles e individualizadas, adecuadas a la estrategia y a la cultura de cada organización y relacionadas con el valor añadido de la empresa (ARRAIZ, 1999); y más acordes, en suma, con la complejidad de las modernas organizaciones.

En ese sentido, los planes de opciones de compra sobre acciones (*stock options*) constituyen un moderno sistema de retribución a largo plazo (superior a un año), de aplicación a los empleados y especialmente a los directivos empresariales, que se basa en la entrega a los mismos de opciones

³ Véase MELLE (1998a) para una revisión más en profundidad de los distintos mecanismos de gobierno de las empresas.

de compra sobre acciones de la propia compañía o de la matriz de su grupo. Por tanto, se les otorga como remuneración, el derecho a adquirir un número determinado de acciones de la empresa a un precio previamente estipulado y a ejercitar durante un período concreto. Normalmente, en el caso español, el precio se fija igual al de mercado en el momento de emitir las opciones, o por encima de él, y el período suele estar entre tres y diez años (siete en las empresas norteamericanas y superior a dos en las españolas -tres generalmente-, fundamentalmente por razones fiscales que se expondrán posteriormente). Mediante este método de retribución no se recibe dinero líquido hasta que el ejecutivo ejercite su opción sobre las acciones, siempre que éstas se revaloricen en el futuro. Entonces, la retribución vendrá dada por la diferencia entre la cotización de mercado de las acciones y el precio de compra garantizado para las mismas (precio de ejercicio). Solamente se utilizan opciones de compra, ya que entregar opciones de venta no funcionaría como mecanismo de incentivos porque en éstas la ganancia se produce cuando disminuye el valor de la acción. Para lograr esa misma finalidad, se requiere que sean opciones personales o intransferibles (lo que se consigue a través de su tratamiento fiscal), ya que si el empleado o directivo pudiera venderlas inmediatamente dejaría de funcionar como un concepto de retribución variable a largo plazo.

El posible interés que puede tener la implantación de este sistema retributivo, relativamente nuevo en España (las opciones sobre acciones se introducen en el mercado español en 1993), se debe a varias razones:

- 1.^a Ofrece un sistema de incentivos que permite asemejar los intereses de los directivos a los de los accionistas, al relacionar la compensación de los primeros con el valor de las acciones de la empresa en el mercado bursátil. Los directivos tratarán de actuar eficientemente para incrementar el valor de las acciones y, de ese modo, maximizar su compensación. Los planes de opciones de compra sobre acciones pueden, además, presentarse como una excelente alternativa a los contratos blindados (*golden parachutes*)⁴, sobre todo si representan un alto porcentaje de la remuneración del directivo, que si fracasa, dimite o es cesado, no podrá beneficiarse de su mala gestión, sino que sufrirá las consecuencias de un precio de las acciones más bajo.
- 2.^a Permite fidelizar al equipo directivo, ya que pretende vincular la retribución del directivo al mantenimiento de su esfuerzo durante un determinado período de tiempo (JOHNSON y TIAN, 2000, a). Otras formas retributivas más clásicas y tradicionales vinculan al equipo directivo a la empresa mientras éste mantenga su *status* laboral. Al ser un mecanismo de retribución variable a largo plazo puede ayudar a establecer barreras de salida para personas clave de la organización, sirviendo, por tanto, para atraer y mantener al capital humano valioso.

⁴ Los paracaídas dorados son contratos de trabajo de los directivos de alto nivel que prevén indemnizaciones cuantiosas en caso de que el directivo abandone la organización (HILL y JONES, 1996: 55).

- 3.^a Evita el «cortoplacismo» de otros sistemas de retribución variable vinculados al beneficio anual. Este sistema permite marcar objetivos a largo plazo para los directivos, con la ventaja que ello supone para la toma de decisiones, sobre todo en lo que se refiere a posicionamiento y rentabilidad de la empresa.
- 4.^a En el ámbito internacional los sistemas retributivos basados en planes de *stock options* tienen un tratamiento fiscal preferente, bien por ser considerados ganancias patrimoniales (en Brasil, EE.UU., Francia, Italia, Portugal y Reino Unido), o bien porque aun siendo rendimientos del trabajo, tienen reducciones, y se gravan en el momento de la concesión (en Bélgica y Holanda) o en el momento del ejercicio (en Canadá y España).

En el caso español, la retribución sujeta a gravamen en el IRPF en el momento de ejercicio de la opción equivale a la diferencia entre el valor de mercado de la acción y el precio de compra pactado en la opción. Considerando que el colectivo de los sujetos incluidos en estas propuestas de retribución tributarán, normalmente, a tipos de gravamen elevados en el IRPF (al tipo marginal máximo actual del 48%), la incidencia del régimen fiscal sobre el esquema utilizado es absolutamente determinante para garantizar la total aceptación del sistema por parte del colectivo beneficiado.

Hasta octubre de 1999 el tratamiento de estos rendimientos del trabajo en el IRPF (art. 17.2 de la Ley del IRPF) era especialmente beneficioso, ya que se permitía aplicar la reducción propia de los rendimientos irregulares (el 30%) a la cuantía total de esta retribución siempre que se cumplieran, tan sólo, dos requisitos:

- a) Que entre la concesión de la opción y su ejercicio hubiera transcurrido un período mínimo de dos años (plazo conocido como *vesting* o protección)⁵;
- b) Que el mencionado plan de opciones sobre acciones no se concediera «anualmente» (según el texto legal), esto es, que no fueran rentas recurrentes ni periódicas.

De este modo, todos los beneficios obtenidos por las *stock options*, como tales rentas irregulares, quedaban exentos de tributación en un 30 por 100; y el 70 por 100 restante tributaría al tipo marginal correspondiente. Si la base imponible del directivo, destinatario frecuente de este tipo de sistemas retributivos, superase los 11 millones de pesetas, sería del 48 por 100 (56% en ejercicios anteriores a 1999). En tal caso el tipo de gravamen efectivo sería el 33,6 por 100 sobre el importe de las rentas del trabajo irregulares percibidas (**Cuadro núm. 1**).

⁵ Al «impedir» ejercitar la opción durante ese plazo, se cumple la finalidad de fidelización y vinculación del directivo, que es una de las ventajas de este sistema retributivo.

CUADRO NÚM. 1. TIPO DE GRAVAMEN PARA DIFERENTES TRAMOS DE BASE IMPONIBLE DEL DIRECTIVO

BASES IMPONIBLES *	TIPO ESCALA (%)	REDUCCIÓN (30%)	TIPO RESULTANTE (%)
Más de 4.100.000	37,2	11,16	26,04
Más de 6.600.000	45	13,5	31,5
Más de 11.000.000	48	14,4	33,6

* Se consideran tramos superiores a 4,1 millones de pesetas por considerar poco frecuente una base imponible inferior para el directivo.

FUENTE: *Elaboración propia.*

Frente a este tratamiento fiscal, algunos directivos afectados consideran que tales rendimientos deberían tributar como incremento de patrimonio, al 20 por 100, ya que argumentan que se trata de un rendimiento similar al que se obtendría si el trabajador o directivo invirtiera directamente en Bolsa ⁶. Sin embargo, Hacienda rechaza esa tesis, ya que estima que en las *stock options* no se asume ningún riesgo, porque se trata de opciones de compra y nunca puede haber minusvalías. Además, ante el reciente caso de utilización de estos sistemas por empresas que operan en situación de mercado protegido, el Gobierno actual ha introducido recientemente modificaciones legales en la fiscalidad de las opciones sobre acciones en la Ley de Acompañamiento a los Presupuestos del Estado del 2000, mediante una enmienda que reduce gran parte de los incentivos fiscales de este sistema retributivo. La reforma fiscal propuesta, que afecta a todas las retribuciones con fecha de devengo posterior al 1 de octubre de 1999 ⁷, limita la cuantía de las rentas de trabajo irregulares (y no de los rendimientos irregulares procedentes del capital) a 2,5 millones de pesetas por cada año de generación de esas rentas; por lo que ésta será la cuantía máxima de este tipo de retribuciones por año que podrá beneficiarse de la reducción del 30 por 100, siempre que se cumplan los dos requisitos mencionados anteriormente. El problema es que los límites aprobados afectan también a otros rendimientos del trabajo obtenidos de forma irregular en el tiempo según el IRPF que, al igual que los rendimientos por opciones de compra sobre acciones, se perjudican con la reforma ⁸. Además, limitar linealmente a 2,5 millones de pesetas por año la reducción en la base liquidable, puede resultar discriminatorio, porque no todos los directivos tienen el mismo nivel salarial.

⁶ En el caso de una opción vendida a un tercero ajeno a la relación directivo-empleado ¿podría calificarse la renta puesta de manifiesto como un rendimiento del trabajo?

⁷ El efecto retroactivo de la reforma ha sido muy criticado por la inseguridad jurídica que provoca.

⁸ Estas son las compensaciones por traslado, las indemnizaciones por lesiones, incapacidad permanente o fallecimiento, las compensaciones por complementos salariales, pensiones o modificación de condiciones laborales, las indemnizaciones por despido o prejubilación y los premios literarios, artísticos o científicos (Reglamento del IRPF).

Frente a las ventajas mencionadas, las *stock options* pueden presentar algunos inconvenientes si no se dan ciertas condiciones que garanticen el cumplimiento de su principal finalidad: actuar como mecanismo interno de control de las actuaciones de los directivos. Los principales problemas que pueden presentar son:

- 1.º Vincular la actuación de los directivos al objetivo de incrementar el precio de las acciones puede resultar insuficiente si se entiende que, desde el punto de vista financiero, la empresa debe maximizar la riqueza de accionistas y obligacionistas o maximizar su valor «total» en el mercado (valor de las acciones y la deuda). Incluso, si se considera un objetivo más amplio de la empresa, cada vez más tenido en cuenta en las modernas organizaciones, se debería vincular la actuación de los directivos con la maximización de la riqueza de los *stakeholders* (y no sólo de los *shareholders*), siendo éstos los diferentes grupos de interés o grupos sociales en sentido amplio que confluyen en la actividad de la empresa.
- 2.º Por otra parte, la posible plusvalía en el valor de las acciones no se debe exclusivamente a la acción y esfuerzo de los directivos, sino que inciden en ella otros factores. La recuperación de las economías americana y europea tras un período de recesión, el mejor control de la inflación y la caída de los tipos de interés, el mayor gasto de las familias y empresas debido a dichos tipos más bajos y a una mayor confianza, han sido factores determinantes en la mejora de competitividad y rentabilidad de las empresas. Asimismo, el incremento del precio de las acciones también se debe a la política de dividendos seguida por la empresa⁹; al grado de competencia a que la empresa está sometida, ya que si opera con un cierto poder de mercado sus acciones se verán revalorizadas por una mayor y más estable expectativa de beneficio (JOH, 1999¹⁰); a las autocarteras mantenidas¹¹; a la influencia de la implantación del euro en los mercados de capitales y al entorno económico globalizado actual, entre otros factores. Por ello, y en ese mismo sentido, cuando se han producido caídas generalizadas y continuadas de las cotizaciones de las acciones en los mercados de capitales, este tipo de sistemas de incentivos han presentado serios problemas.
- 3.º En algunas ocasiones, los planes de opciones de compra sobre acciones no actúan fidelizando a los directivos, ya que éstos pueden estar más interesados en que la compañía sea objeto de una Oferta Pública de Adquisición (OPA) que les permita ejercitar sus opciones sin esperar al período de *vesting*, que en mejorar sus actuaciones y esfuerzo en la gestión de la compañía a la que deberían sentirse vinculados.

⁹ Una retención de parte de los beneficios por la empresa dará lugar a un aumento de la cotización de las acciones que compensará la no percepción de dividendos por el accionista. En Estados Unidos prima la concepción de que la empresa debe capitalizarse acudiendo al mercado, distribuyendo por tanto el beneficio obtenido.

¹⁰ Su análisis *cross-sectional* del caso de las empresas japonesas muestra que los efectos incentivadores positivos de los sistemas retributivos variables es mayor en sectores competitivos que en mercados oligopolísticos.

¹¹ Se puede intentar sostener el precio de las acciones comprándolas conforme se acerca el momento de ejercitar la opción y la venta de las acciones.

- 4.º Admitiendo que puede funcionar como mecanismo de incentivos, genera plusvalía solamente en una dirección (cuando aumenta el precio de la acción), pero no genera minusvalía para el directivo si disminuye dicho precio. El resultado de la operación siempre será beneficioso para el directivo, ya que si el precio de cotización de la acción en bolsa es inferior al fijado para la compra, no ejercerá la opción (perdiendo en ese caso, el coste de la opción). Se produce, por tanto, una asimetría en cuanto al riesgo que corre el directivo, pues si se parte de considerar que la posible plusvalía producida en el valor de las acciones es originada por la gestión de los directivos, cuando existiera una minusvalía debería considerarse que es igualmente debida al directivo, que debería sufrir una penalización por su mala gestión.

Este problema puede resolverse con el funcionamiento del mercado de control de empresas (Ofertas Públicas de Adquisición, OPAs), que actúa cuando la empresa tiene potencialmente más valor si el equipo directivo actual es reemplazado por otro. Para controlar la empresa y poder sustituir al actual equipo directivo, el alternativo necesita poseer la mayoría de capital. Sin embargo, este mecanismo externo de control de las actuaciones de los directivos en España no funciona, mientras que en EE.UU. las OPAs hostiles están a la orden del día, por muy grande que sea la empresa. Pues, si bien el sistema español prohíbe la adopción de medidas defensivas por los directivos una vez formulada la OPA, en la práctica éstos las toman con anterioridad o utilizan la junta general de accionistas para hacer posibles dichas medidas anti-OPA.

- 5.º Fijar el precio de compra de las acciones (precio de ejercicio) constituye un problema fundamental en este nuevo sistema retributivo. En España la práctica habitual es que dicho precio sea igual a la cotización de las acciones en el momento de otorgar las *stock options*. Sin embargo, en otros países, como los EE.UU., se utiliza el criterio del EVA (valor económico añadido o *economic value added*). Así el precio al que el directivo puede comprar la acción al cabo del plazo preestablecido, es el precio actual más el rendimiento de la inversión alternativa de ese dinero. Ello hace mucho más exigente el mecanismo, pero mucho más coherente, ya que la plusvalía comienza a generarse sólo cuando el resultado de la inversión del accionista es superior al de una inversión alternativa; es decir, cuando el negocio genere valor para la sociedad. Otra alternativa, también utilizada por algunas empresas norteamericanas, consiste en vincular el sistema de opciones no a la evolución del precio de la acción en términos absolutos, sino a su evolución en términos relativos, es decir, en relación a una referencia o *benchmark* (por ejemplo, el S&P 500). En el caso español podría fijarse como precio de ejercicio de la opción el valor del Índice Sectorial correspondiente en el momento de ejercicio, o en su defecto, el General de la Bolsa donde cotizan las acciones. De esta forma, la posible ganancia para el directivo sería igual a la diferencia entre el precio de las acciones y el Índice Sectorial que reflejara el rendimiento de una cartera diversificada, mínimo que se exige a la empresa. Así se premia la actuación de los directivos siempre que lo hagan mejor, al menos, que el comportamiento de una cartera formada por los valores representativos del sector y diversificada (con riesgo sistemático nulo, es decir, en la que no influyen todos aquellos factores que pueden elevar el precio de la acción y están fuera del control de los directivos). Además, fijando ese precio de ejercicio de la opción también se solventa el inconveniente de que caídas generalizadas en el mercado de valores puedan desvirtuar este sistema de incentivos.

6.º La dificultad inherente a la valoración de este tipo de opciones es que impide conocer el coste de este sistema retributivo para la empresa y contabilizarlo en su balance. Aunque la SEC (*Securities and Exchange Commission*) ha aceptado el modelo de valoración de BLACK y SHOLES (1972), que calcula el precio de las opciones basándose en las características del contrato, de los activos subyacentes, y del propio mercado ¹², este modelo se aplica a opciones que se contratan e intermedian en los mercados, lo que no siempre ocurre con las opciones que integran estos sistemas retributivos, que además contienen requisitos difícilmente valorables, como que el directivo tenga que estar trabajando en la empresa un determinado número de años.

7.º Por último, para que las *stock options* funcionen como mecanismo de incentivos y de fidelización deben darse las condiciones de mercado perfecto: que no exista información privilegiada, elevada liquidez ¹³, correlación entre los mercados de derivados y de activos subyacentes y que el capital de las empresas esté suficientemente diluido para que no se produzcan situaciones de «atrincheramiento» de los directivos en la empresa ¹⁴ o éstos se «auto-fidelicen» en exceso. Estas pautas se dan en los mercados norteamericano y del Reino Unido, donde el sistema de relación banca industria apuesta por los mercados y no por los intermediarios financieros. Asimismo, la información sobre los planes de opciones sobre acciones que aplican las empresas privadas debería ser transparente, deberían notificarse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), detallando sus tramos, sus precios y sus beneficiarios, y deberían contar con la aprobación de sus órganos de gobierno (consejo de administración y junta de accionistas) ¹⁵ y de los comités de remuneración *independientes* ¹⁶. En Estados Unidos la remuneración total es comunicada a la SEC y se hace pública, y se informa también de la dilución que provocan las opciones al conjunto de accionistas.

¹² En concreto, cinco factores son fundamentales para dicho cálculo: el precio de ejercicio, el precio de las acciones, la fecha de expiración, la volatilidad de las acciones y los tipos de interés.

¹³ En España el mercado secundario oficial de opciones (*Meff RV*) tiene vencimientos sólo trimestrales, en los que, aunque hay cuatro abiertos a la vez, sólo son líquidos los dos primeros trimestres, así que habría que contratar *Over The Counter* (OTC). Pero el mercado OTC es inaccesible para los particulares (es institucional).

¹⁴ Cuando un directivo con una significativa participación en el capital de la empresa se sirve de ésta para actuar en su propio interés, oponiéndose a cualquier toma de participaciones en la empresa (OFEK, 1993 y AZOFRA, RODRÍGUEZ y VALLELADO, 1994). STULZ (1988), MCCONNELL y SERVAES (1990), MORCK *et al.* (1988) y RODRÍGUEZ SANZ (1993) encuentran relaciones diferentes entre el nivel de participación de los directivos de la empresa en su capital y el valor de la misma, para distintos intervalos de participación accionarial de los directivos.

¹⁵ Precisamente, en España, una enmienda introducida recientemente a la Ley de Acompañamiento a los Presupuestos del Estado del 2000 (pendiente aún de trámite parlamentario) modifica la Ley de Sociedades Anónimas, estableciendo como obligación la autorización de la junta general de accionistas para acordar un régimen de retribuciones que consista en la entrega de acciones «propias de sociedades cotizadas o de derechos de opción sobre las mismas a directores y asimilados». También se exige, aunque no esté previsto en los estatutos de la sociedad, la misma autorización para «el ejercicio y la enajenación de los derechos de opción sobre las propias acciones concedidas antes del 1º de enero del año 2000 a los administradores de una sociedad cotizada por la misma».

¹⁶ En ese mismo sentido, CONYON y PECK (1998) demuestran empíricamente para una muestra de 94 grandes empresas inglesas y durante el período 1991-1994, que la retribución de sus altos directivos y la *performance* de la empresa está más alineada en compañías con comités de remuneración y consejos de administración con mayoría de miembros independientes.

III. LAS *STOCK OPTIONS* FRENTE A OTROS SISTEMAS DE INCENTIVOS PARA LA DIRECCIÓN

Ya se ha comentado que las empresas emplean diferentes sistemas de incentivos basados en conceptos retributivos para premiar la fidelidad, la calidad del trabajo y la eficacia de sus trabajadores y directivos. Se trata con ello de vincular, *ex-ante*, los intereses de los directivos a los objetivos de la empresa; poniendo, de este modo, los intereses de los directivos en línea con los de los inversores. Este tipo de sistemas de compensación a los directivos pueden tomar distintas formas, además de la ya vista de *stock options* (MELLE, 1998b):

1. El primer incentivo desarrollado fue el **esquema anual de *bonus o pluses*** (incentivos a corto plazo), que consiste en una prima o cantidad monetaria nominalmente variable y anual-frecuentemente pagada como una suma total- concedida a discreción a los altos ejecutivos de la empresa. Puede estar ligada al desempeño, ya sea implícitamente o bien mediante una fórmula explícita. En este caso el desempeño suele ser medido según los resultados a corto plazo (beneficios contables del año anterior o crecimiento de los beneficios) o según se superen los objetivos establecidos para ellos. Este sistema se basa en la relación directa que MURPHY (1985), COUGHLAN y SCHMIDT (1985) y BENSTON (1985), entre otros, han verificado entre la retribución de los directivos y el resultado o *performance* de la empresa. Sin embargo, también plantea diversos inconvenientes:

- 1.º Subjetividad al evaluar el rendimiento de los directivos y averiguar cuál ha sido la contribución de cada uno de ellos al éxito de su posible gestión;
- 2.º Vincular los salarios a los resultados de la empresa es un criterio demasiado vago y general, dado que algunos negocios o departamentos de la empresa pueden obtener buenos resultados y otros ser deficitarios, lo cual incrementa la dificultad de especificar el esfuerzo de cada directivo y empleado;
- 3.º Determinar quién evalúa a los «evaluadores», es decir, a los responsables de recursos humanos;
- 4.º Alentar el «cortoplacismo» en las decisiones de la dirección.

2. Para paliar este último inconveniente surgen los **esquemas de *bonus multianuales***, mecanismo similar al anterior pero concertado sobre un mayor plazo de tiempo (generalmente tres ejercicios) que permita mantener una visión estratégica a los directivos (MC CONAUGHY y MISHRA, 1996). Puede presentar el problema de que al ser un período largo el directivo pierda motivación, y establecer objetivos intermedios resulta complejo.

3. Los sistemas de incentivos se pueden también formalizar asignando a los directivos la **propiedad de acciones** (FAMA, 1980; JENSEN y MURPHY, 1990; LODERER y MARTIN, 1997). Los sistemas de adquisición de acciones consisten en que el ejecutivo debe invertir un año o dos de su salario en acciones de la empresa, y suelen ser semivoluntarios aunque en la práctica la presión del consejo puede hacerlos obligatorios. Existe la modalidad de acciones restringidas (*restricted stock*), caso entrega gratuita de acciones (o vendidas a bajo precio) sujeta al cumplimiento de unas condiciones (restricciones), como por ejemplo, permanencia en la empresa, cumplimiento de unas metas financieras, plazo mínimo para poder venderlas o no disponibilidad de dividendos. La cantidad de acciones concedidas puede depender del desempeño en el pasado (lo que se llama un «plan de acciones por desempeño»). Este tipo de sistemas persiguen el mismo objetivo que los planes de opciones sobre acciones. Uno de sus problemas es que al «forzar» al directivo a adquirir acciones de la empresa en la que trabajan, concentran demasiados riesgos en la misma, mientras que los accionistas pueden diversificar más.

4. Los **derechos vinculados a la cotización de las acciones** (opciones sintéticas o *stock appreciation rights*) consisten en la cesión de un derecho para que el directivo perciba la diferencia entre el valor de las acciones en el momento de la cesión y su cotización en un momento futuro, sobre una cantidad de acciones determinada. Muchas empresas españolas tienen estos programas de bonos diferidos en metálico cuya cuantía se calcula en función de la revalorización de las acciones. Este sistema permite soslayar las trabas que imponen los organismos bursátiles y los inversores institucionales al establecimiento de planes de opciones sobre acciones, y frente a éstos, no se produce dilución del capital social y, por tanto, no hay perjuicio para el accionista.

5. Los **planes de acciones «fantasmas»** (acciones sintéticas o *phantom stock*) son los que se refieren a las acciones ordinarias, pero sin comportar éstas derechos de propiedad. Por tanto, autorizan al ejecutivo a recibir la apreciación de las acciones durante un período determinado más su valor inicial y los dividendos que hubiera recibido con acciones reales.

6. La concesión de un **préstamo para comprar acciones**, sin intereses o con un tipo de interés atractivo. El directivo recibe un préstamo para comprar acciones de la empresa, y lo devuelve en un único pago transcurridos dos años como mínimo. La ventaja de este sistema es que el directivo, dado que compra las acciones, no tiene que tributar (salvo por la diferencia entre el tipo de interés que abona con el interés legal del dinero, lo que se considera renta en especie del ejercicio). Cuando llega el momento de devolver el préstamo, el directivo vende las acciones y se queda con la plusvalía, que tributa al 20 por 100 y no al tipo marginal (máximo 48%).

7. Los **planes de pensiones para directivos** actúan como mecanismos desincentivadores de su marcha a otras empresas y a la vez les permite una dedicación total al desarrollo del negocio, sin preocuparse de su futuro financiero, ya que la empresa adquiere un compromiso de pagarles una pensión cuando se jubilen. Sin embargo, frente a esas ventajas de retención, estabilidad y seguridad, pueden presentar el problema de que muchas veces son de prestación definida y se establecen sobre el salario base de los últimos años (en ocasiones del último), lo que puede dar lugar a incrementos abusivos del mismo justo antes de la jubilación.

8. Junto a los planes de pensiones, existe una amplia gama de **retribuciones en especie** o compensaciones indirectas que conforman los sistemas retributivos «de cafetería» o «a la carta» especialmente adecuados para la clase directiva: seguros médicos privados, seguros de vida y accidentes, automóvil de la empresa, cursos de formación, vacaciones y viajes, vales de comida o restaurante de la empresa, chófer, gastos de educación de los hijos, alquiler o compra de vivienda, préstamos a bajo interés, aparcamiento, chequeos médicos gratuitos, teléfono móvil, cuota de tarjeta de crédito personal, descuentos en productos de la empresa, gastos de representación, entre otros conceptos. Todos ellos persiguen los mismos objetivos que los planes de pensiones (motivar la permanencia del directivo en la empresa y captar valiosos ejecutivos del mercado), pero los incentivos fiscales que tenían en el pasado van perdiendo relevancia.

9. Las **cláusulas contractuales de rescisión** o condiciones especiales para los directivos en caso de rescisión de su contrato, en atención al tiempo que deben permanecer sin emplearse en otra empresa del mismo sector, permiten compensar al directivo por esta limitación. Sin embargo, en ocasiones esta indemnización ha llegado a ser sumamente elevada. Además, cuando la ruptura del contrato se produce por el bajo rendimiento del directivo en la empresa resulta injustificado que reciba una cuantiosa indemnización. Esta circunstancia puede alentar el mantenimiento en la empresa de directivos de bajo rendimiento, a la espera de que busquen acomodo en alguna empresa de otro sector, o de que expire su contrato.

10. Es posible, asimismo, establecer un sistema de incentivos para la dirección vinculando su **carrera profesional dentro de la empresa** a la evolución de los resultados empresariales y/o a la valoración que sus subordinados hagan de la eficiencia de su gestión (sistema implantado en algunas empresas, como por ejemplo *Price Waterhouse*).

En definitiva, cada empresa, principalmente en función de su tamaño (CONYON y NICOLITSAS, 1998), de su número de accionistas, de la concentración del capital y de si cotiza o no, encontrará las ventajas e inconvenientes de la aplicación de los diversos sistemas de incentivos a la dirección. Cuando la empresa tiene pocos accionistas o el capital está concentrado el problema de los incentivos se resuelve mediante el mecanismo interno de control que ofrece el consejo de administración. Pero en las grandes empresas, y especialmente en las que cotizan, el poder de los ejecutivos aumenta a costa del de los accionistas, con lo que tiende a generalizarse la aplicación de alguno de esos sistemas de incentivos.

IV. VIGENCIA DE LAS STOCK OPTIONS COMO INCENTIVOS

Los planes de opciones de compra sobre acciones es una corriente que viene del «mundo anglosajón». Fue en los años 50, en Estados Unidos, cuando algunas empresas introdujeron estos sistemas de incentivos inicialmente aplicados a la dirección (entre otras, la empresa farmacéutica Pfizer lo implantó en 1952). En la actualidad, gran parte de las empresas norteamericanas han generalizado la aplicación de estos planes a los cuadros medios y al resto de sus empleados. Así,

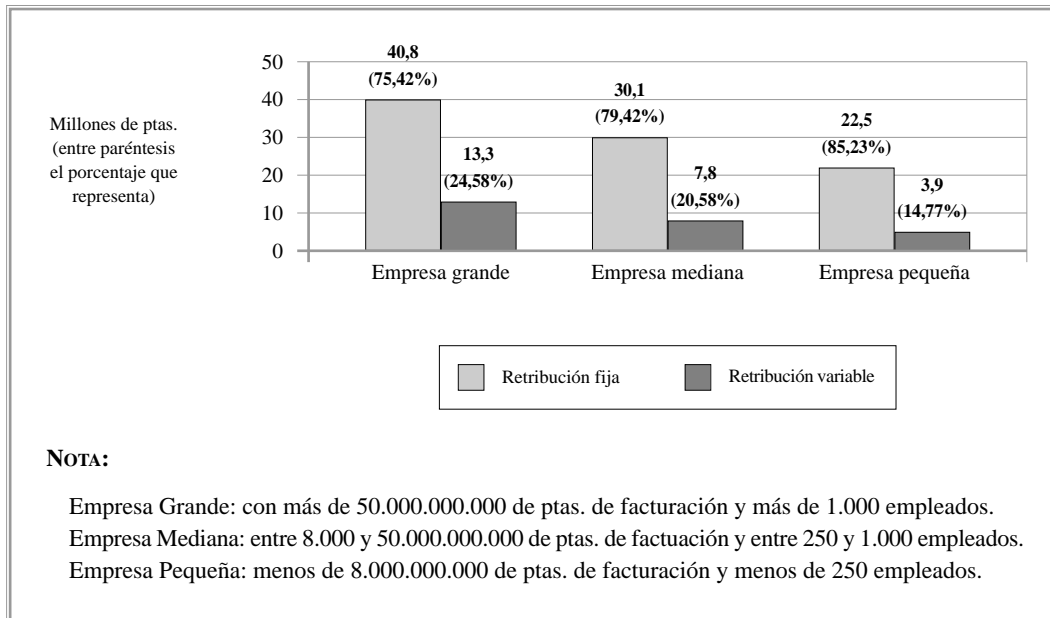
en compañías como Intel o Microsoft, casi el cien por cien de sus plantillas es propietaria de acciones de su propia empresa; y la compañía IBM llevó a cabo un plan de *stock options* para 20.000 no ejecutivos durante 1999.

El primer país europeo en aplicar estos métodos de retribución flexible fue Reino Unido, donde los planes de *stock options* y de adquisición de acciones que se pusieron en marcha durante las dos últimas décadas han creado en la actualidad 4 millones de empleados-accionistas, lo que equivale al 9,2 por 100 de la población laboral ¹⁷ y al 12 por 100 de la población adulta británica. En Francia, Carrefour fue una de las empresas pioneras en aplicar un plan de opciones sobre acciones, en 1971; y en la actualidad los 28.000 altos cuadros empresariales asalariados de las 40 mayores empresas de ese país son beneficiarios de estos planes por importe total de 45.000 millones de francos. Por tanto, este sistema de incentivos se ha ido generalizando entre las mayores sociedades del mundo, incluidas las españolas (según la Encuesta Internacional de Sistemas de Retribución basados en acciones, realizada por Arthur Andersen entre 352 multinacionales, el 54 por 100 de las empresas americanas y europeas mantiene planes de *stock options* para sus directivos y empleados y el 35 por 100 sólo para sus empleados; y en el caso español, un 30 por 100 de las grandes empresas encuestadas los utilizan -*El País Negocios*, 11/4/1999-). Asimismo, encuestas recientes revelan que la retribución variable del ejecutivo americano llega a las dos terceras partes de su salario total (según el trabajo de STEWART (1997) oscila entre un 50% y un 79% de la compensación total); que el porcentaje de remuneración variable del directivo español es aproximadamente del 30 por 100 respecto de su salario total; que en Italia y Reino Unido se aplica la mayor retribución flexible de los países de la UE y que Francia es el país europeo con una remuneración variable inferior.

El porcentaje de empresas españolas que emplean alguna forma de retribución variable para su cúpula directiva supera el 90 por 100, según la base de datos (de más de 300 empresas) de la consultora HayGroup Siemens (frente al 78% de 1996). La cifra se reduce al 87,5 por 100 para las empresas que remuneran con elementos variables a toda su plantilla de directivos (como ocurre en Borges, Cristalería Española, Tabacalera, Basf, Indra, 3M, Revlon, BP Oil, KPMG, DHL o Roche, entre otras empresas). El porcentaje va descendiendo a medida que se consideran las empresas que abren esta política a otras categorías de empleados: el 62 por 100 de las empresas ofrecen compensación flexible también a mandos medios y técnicos, y sólo un 24 por 100 de compañías extienden esta fórmula retributiva a sus empleados de base (entre otras, Unilever, TelePizza, Totalfina, IBM, Boston Consulting Group, MRW y Hewlett Packard), fundamentalmente por el problema que supone medir el rendimiento de algunas categorías. La parte variable suele ser como mínimo del 7 por 100 para que esta política retributiva resulte motivadora. En cualquier caso, el peso de la retribución variable en la compensación total varía según la empresa, las condiciones del entorno y el sector. Así, como se aprecia en el **Gráfico núm. 1**, a mayor tamaño de la empresa mayor proporción de retribución flexible. Igualmente determinados sectores como el de comunicaciones, energía, bienes de consumo, distribución y servicios los aplican en mayor medida (Estudio interempresarial de retribución 1998, Arthur Andersen).

¹⁷ Este índice supone un retroceso respecto de 1993, cuando se elevó a 9,9 por 100 de la población laboral, coincidiendo con las primeras grandes privatizaciones.

Gráfico núm. 1. Retribución fija y variable (bruta) del Director General en la empresa española.



FUENTE: Elaboración propia a partir de *Actualidad Financiera*.

Respecto a la forma en que las empresas españolas instrumentan sus sistemas de remuneración variable a directivos, determinadas encuestas ponen de manifiesto la preferencia por incentivos a corto plazo, lo cual difiere de la práctica anglosajona, que prefiere los de largo plazo. Ello puede deberse a la reciente incorporación de estos sistemas en España, a su mayor complejidad frente a los de corto plazo, al mayor riesgo que suponen para los directivos que provoca su rechazo y a su peor tratamiento fiscal respecto a otros países como Estados Unidos o Reino Unido. De las empresas españolas que cuentan con sistemas de retribución variable sólo entre un 25 y un 30 por 100 emplean incentivos a largo plazo, que suelen otorgar a sus altos directivos.

Las compensaciones no salariales a los directivos de la mayoría de las empresas españolas se refieren únicamente a seguros de vida o de accidentes (aplicados en un 49,35% de las empresas), al uso privado de automóviles adquiridos por las empresas (sistema utilizado en el 28,65%), a los gastos médico-sanitarios (21,68%) y a los planes de pensiones o de jubilación (20,22%). Estos últimos se empiezan a generalizar en las empresas, ya que, además de su carácter de incentivos, logran complementar las pensiones sociales de jubilación de los directivos. En menor medida, se remunera mediante la concesión de préstamos de nulo o bajo interés y mediante el abono de los gastos de ali-

mentación, cesión de vivienda o abono de su alquiler. Mientras que los sistemas de compensación a directivos más ligados con la creación de valor para los accionistas, como son las retribuciones en acciones de las empresas y las *stock options*, tan sólo se aplican por algunas grandes empresas que cotizan en Bolsa (de las 35 empresas del Ibex, 15 ofrecen estos programas), así como por algunas sociedades no cotizadas como Eroski o la consultora especializada en comercio electrónico Netjuice, y que los suelen limitar a una minoría de sus directivos. No obstante, durante los últimos años se aprecia un rápido aumento en el número de empresas que aplican estos sistemas de compensación, tan generalizados ya en el mundo anglosajón.

El **Cuadro núm. 2** ofrece una relación de determinadas empresas españolas que mantienen planes de *stock options* y que los han hecho públicos. Se aprecian disparidades en cuanto al número y tipo de empleados beneficiarios, a su duración, al número de acciones que los integran y a su cobertura (externa, a través de la autocartera o mediante ampliación de capital). Según el estudio interempresarial de retribución de Arthur Andersen correspondiente a 1998, un 30 por 100 de la muestra de empresas españolas analizada aplicaba planes de *stock options*, de los cuales la mayoría eran para la alta dirección y tan sólo un 10 por 100 para el resto de empleados. Por su parte, el Estudio de Retribución de Directivos 1998-1999 de Ernst & Young Consultores (sobre 124 empresas españolas) pone de manifiesto que un 20 por 100 de las compañías concede acciones al director general, un 21 por 100 al director de operaciones, un 14 por 100 al director de Recursos Humanos, un 12 por 100 al director de producción, un 11 por 100 al director financiero y un 11 por 100 al director comercial. Estos resultados coinciden básicamente con los de la encuesta realizada por Watson Wyatt (véase el **Gráfico núm. 2**), según los cuales se produce una concentración de beneficiarios de estos planes en los cargos directivos de las empresas españolas, en las que tan sólo un 9,4 por 100 de sus empleados de plantilla se benefician de las *stock options*. Por último, según se aprecia en el **Cuadro núm. 3**, los sectores de las telecomunicaciones¹⁸ e informática, la banca, los seguros y el gran consumo son los que más aplican estos sistemas de incentivos ligados al valor de las acciones.

¹⁸ En un ámbito internacional comparado, las empresas del sector de las telecomunicaciones son las que más emplean este tipo de sistemas retributivos. En España, Telefónica y Jazztel los han puesto en marcha y Retevisión y Airtel los han preparado. En Francia, el 85% de los trabajadores de France Télécom son a su vez accionistas, lo que supone el 3,2% de su capital, pero su condición de empresa pública ha impedido retribuir con opciones al personal. En Alemania, Deutsche Telekom se encuentra en la misma situación que su homóloga francesa, y en su primer tramo de privatización reservó 5,9 millones de acciones para sus empleados. En Reino Unido, British Telecom aplica un plan de *stock options* a 120 ejecutivos, y Vodafone Airtouch, primer operador mundial de móviles, tiene opciones para más de 300 directivos. En Italia, Telecom Italia mantiene opciones para 250 directivos. Y por último, AT&T de Estados Unidos, entre el 1 de enero y el 28 de febrero de 1999 puso a disposición de su personal 23,3 millones de opciones (sólo el 5% era para los altos ejecutivos). Por otra parte, las empresas relacionadas con Internet han sido en las que mejor se ha demostrado la relación entre las opciones sobre acciones y la subida de sus cotizaciones bursátiles.

CUADRO NÚM. 2. APLICACIÓN DE SISTEMAS DE INCENTIVOS LIGADOS A LA EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LAS ACCIONES DE ALGUNAS EMPRESAS ESPAÑOLAS (OPCIONES SOBRE ACCIONES Y PLANES DE COMPRA DE ACCIONES)

EMPRESA	TIPO	PERSONAS	DURACIÓN	NÚM. ACCIONES	COBERTURA
Amadeus	Plan de opciones	235 a 280	Diez años	n/d	Autocartera ⁽¹⁾
BSCH-BCH	Plan de opciones	750	Hasta 2002	4.500.000	Externa ⁽²⁾
BSCH-Santander	Incentivo ligado a la cotización	433	Hasta 3/01	Por importe de 7.559 mill. ptas.	n/d
Banesto	Plan de opciones	11	En la adquisición por B. Santander	Por importe de 2.400 mill. ptas.	n/d
Bankinter	Incentivo ligado a la cotización	2.500	2/1997 1999 a 2009	54.000 acciones 16.800 mill ptas obli.conver- tibles en ac- ciones con facilidades financ	n/d
BBVA-BBV	Diversos programas	9.500	1995 a 2003	32.871.301	Ampliación ⁽³⁾
BBVA-Argenteria	Incentivo ligado a la cotización	119	7/97 a 7/00	3.000.000	Externa
Iberia	Plan de opciones	Pilotos	A los 3 años del inicio de la OPV	n/d	n/d
Indra	Plan de opciones	104	10/99 a 3/02	1.880.223	Externa y auto-cartera
NH Hoteles	Ventajas para directivos	n/d	Cinco años	3.280.000	n/d

(1) La empresa compra acciones y las mantiene en autocartera para atender los futuros compromisos.

(2) Para cubrir los pagos futuros, la empresa compra, a su vez, opciones de compra sobre acciones a alguna institución financiera, que a su vez realizará su propia cobertura en los mercados.

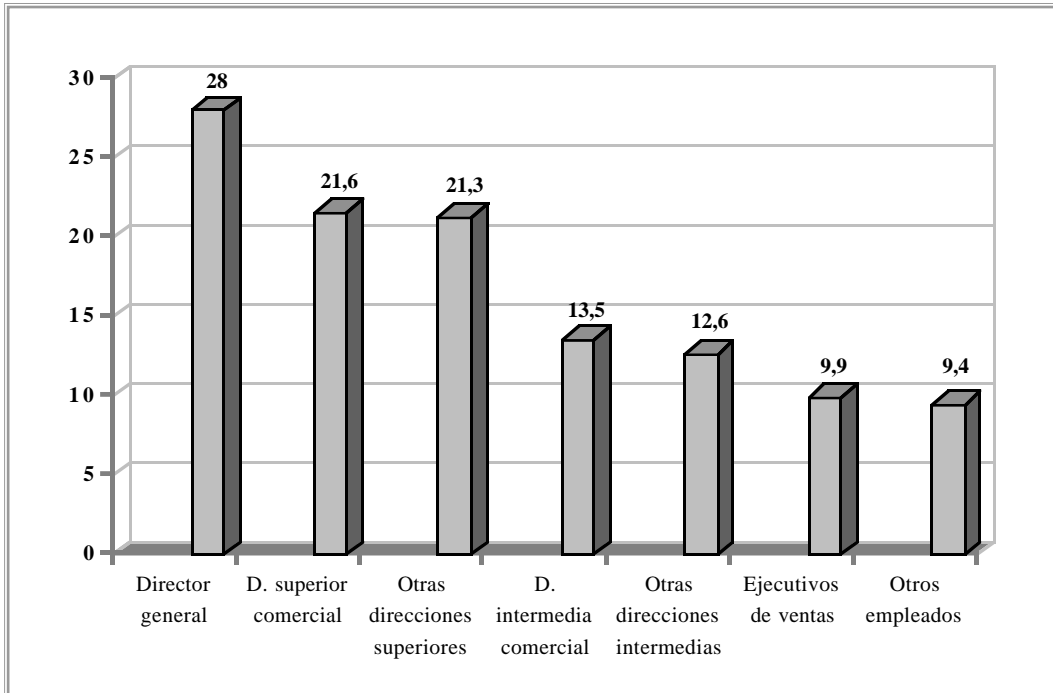
(3) Las ampliaciones de capital sin derecho de suscripción preferente a precios inferiores al de mercado no tienen coste para la empresa pero diluyen el valor de los otros accionistas.

EMPRESA	TIPO	PERSONAS	DURACIÓN	NÚM. ACCIONES	COBERTURA
OHL	Plan de opciones	40	Tres años	2.500.000	Autocartera
Puleva	Incentivo ligado a la cotización	60	1997 a 2003	7.074.067	Ampliación
Repsol	Incentivo ligado a la cotización	n/d	1998 a 2/2001	Coste opciones 961 mill. ptas.	Externa
Sol Meliá I	Plan de opciones	35	1997 a 1999	150.000	Autocartera
Sol Meliá II	Plan de opciones	70	1999 a 2000	300.000	Autocartera
Superdiplo	Plan de opciones	n/d	1998 a 2000	510.000	Autocartera
Telefónica (RISE)	Plan de opciones	100	2/97 a 2/00	922.017	Externa
Telefónica (TOP)	Plan de opciones	450	6/99 a 9/03	810.711	Externa
Telefónica (TIES)	Plan de opciones	90.000 empleados	6/02 a 6/04	Entre 8 y 48 acciones por empleado	Ampliación
TelePizza	Plan de opciones	desiertas	1998	107.329	Ampliación
Terra Networks	Plan de opciones	n/d	11/99 a 3/04	14.000.000	Ampliación
TPI	Plan de opciones	n/d	6/99 a 10/03	2.404.049	Ampliación
Unión Fenosa	Plan de opciones	34	n/d	915.000	Externa
Jazztel	Plan de opciones	Plantilla y directivos	n/d	38% del capital	n/d

NOTAS: Se han incluido las características de los planes de opciones descritos en los folletos de emisión y auditorías de las 35 empresas del Ibex y de las empresas que no son del Ibex pero han registrado folletos de emisión (fundamentalmente por OPV) en el último año y medio. Es posible, e incluso probable, que haya planes de opciones que no son públicos; como ocurre en Metrovacesa, Endesa, Tubacex, Cofir, Hewlett Packard, CAF y Prosegur. Por su parte, entre otras empresas, Airtel, Retevisión preparan planes de *stock options*.

FUENTE: Elaboración propia a partir de *Expansión* (24/12/1998), *Cinco Días* (8/11/1999), *Actualidad Económica* (18-24/01/1999, págs. 20-21), *El País* (26/11/1999 y 8/4/2000).

Gráfico núm. 2. Beneficiarios de opciones sobre acciones de las empresas españolas (en porcentaje).



FUENTE: Watson Wyatt.

CUADRO NÚM. 3. PORCENTAJE DE EMPRESAS ESPAÑOLAS QUE APLICAN SISTEMAS DE INCENTIVOS A LARGO PLAZO (EN PORCENTAJE)

	MEDIA MERCADO	TELECOMUNICACIONES E INFORMÁTICA	BANCA	SEGUROS	GRAN CONSUMO	FARMACIA
Planes de compra de acciones	13	26	20	19	10	5
Opciones de compra sobre acciones (stock options)	17	29	17	8	20	8
TOTAL	30	55	37	27	30	14

FUENTE: Watson Wyatt.

Los efectos de la aplicación de planes de *stock options* sobre los resultados de la gestión de los directivos o empleados que se benefician de los mismos han sido, sin embargo, poco estudiados hasta el momento. En el caso español, por la relativamente reciente introducción de estos sistemas de incentivos y por la escasa información pública de los mismos. Cosa que no ocurre en el caso anglosajón, para el que algunos autores han contrastado la vigencia de este mecanismo de control de directivos. El trabajo de HALL (1998) ofrece un análisis empírico comparado de diversas formas de sistemas de incentivos para la dirección que pretenden mejorar la *performance* de la empresa. Utiliza una muestra de 478 grandes empresas norteamericanas durante el período 1980 a 1994, y concluye que los sistemas retributivos que mejores resultados consiguen son precisamente los basados en *stock options* frente a los que emplean el salario y el *bonus*; y dentro de éstos, los planes que ofrecen un número fijo de opciones (*fixed number plan*) presentan mejores resultados que aquellos que limitan el valor de las opciones y por tanto, la ganancia (*fixed value policy* o *non-fixed number plan*). Sin embargo, la literatura empírica sobre la relación entre *performance* de la empresa y grado de propiedad de acciones de sus directivos, existente para los casos de Estados Unidos y Reino Unido (SHORT y KEASEY, 1999), demuestra que dicha relación no es lineal. Por lo que quizá habría que pensar en establecer algunos límites a la cuantía de *stock options* o planes de acciones que deberían percibir los directivos empresariales.

V. ¿STOP A LAS STOCK OPTIONS?

La motivación, fidelidad e integración de las personas que componen la organización son valores fundamentales para el desarrollo óptimo del negocio, por lo que aplicar un adecuado sistema de incentivos que mantenga y fidelice a los empleados y/o directivos valiosos puede mejorar los resultados empresariales. Pero las empresas deben elegir la forma idónea de incentivar la gestión de sus directivos, para que éstos maximicen la «riqueza» de los accionistas (y no sólo «enriquezcan» a los propios directivos)¹⁹; de manera que exista una clara relación entre los incentivos y el o los elementos objetivos que sirvan de base para cuantificar los mismos, y que la información sobre estos sistemas sea transparente. Conocer los ingresos de los directivos empresariales resulta vital para los accionistas, que deben conocer lo que ganan aquellos que gestionan la empresa en la que han invertido. Por ello, la legislación americana obliga a las empresas cotizadas a proporcionar información detallada de los sistemas y la cuantía de las retribuciones de sus directivos.

En ese sentido, los Códigos éticos de gobierno de empresas recomiendan «transparencia total» de los planes de retribución (detallada, individualizada y personalizada); que se ajusten a criterios de moderación y se relacionen con los rendimientos de la sociedad (por ejemplo, el Informe CalPers (USA, 1998) recomienda vincular la remuneración al rendimiento a largo plazo de la empresa); que

¹⁹ «Haga ricos a sus altos ejecutivos y ellos le harán rico a usted» (Robert W. Johnson, presidente ejecutivo de Johnson & Johnson Corporation, citado en KENT, R. W. (ed.) *Money Talks*, Nueva York, Facts on File Publication, 1985, pág. 320).

integren opciones sobre acciones, sistemas de pensiones y *bonus* y eliminen los *golden parachutes*. En todo lo cual coinciden los Informes Cadbury (Reino Unido, 1993), Greenbury (Reino Unido, 1995), NACD Report on Director Professionalism (USA, 1996), TIAA-CREF Report (USA, 1996), Hampel (Reino Unido, 1998), Informe Olivencia (España, 1998) e Informe OCDE (OCDE, 1999), entre otros. También se recomienda el sometimiento de los programas de incentivos al refrendo de la junta de accionistas y al criterio de un Comité de Remuneración integrado exclusivamente por consejeros independientes. Algunos Códigos éticos recomiendan, además, controlar las políticas de retribución de consejeros y directivos clave de las empresas estableciendo mecanismos que evalúen sus resultados (Informe OCDE (OCDE, 1999), Informe Olivencia (España, 1998), TIAA-CREF Report (USA, 1996) y Dey Report (Canadá, 1994)).

Pese a todo, las empresas españolas que han empezado a aplicar las recomendaciones del Código Olivencia todavía no cumplen la relativa a la información sobre la remuneración. Algunas informan globalmente del total, pero no facilitan el dato individual por consejero, para evitar que se conozca la retribución de los consejeros ejecutivos, aludiendo motivos de seguridad, y sólo un 9 por 100 de las empresas tienen un Comité de Retribuciones. La necesidad de una mayor transparencia en España ha llevado a la obligación de que los directivos de las empresas que cotizan en Bolsa declaren la cuantía de sus opciones sobre acciones en la CNMV, a que incorporen sus planes en los estatutos de las empresas y a que sean aprobados por la junta de accionistas. Igualmente, en el Reino Unido, las comisiones Greenbury (1995) y Cadbury (1992), ante determinados escándalos de remuneraciones extraordinarias basadas en *stock options* a los directivos, en 1995, instaron a las empresas a moderar estos sistemas, a ligar la remuneración a los resultados empresariales y a exigir una mayor transparencia. Por ello, durante un par de años estos planes se emplearon en menor medida, aunque a partir de 1998 volvieron a generalizarse. En Francia se han ido liberalizando paulatinamente las restricciones sobre planes de *stock options*, que se han beneficiado, además, de ventajas fiscales (las plusvalías generadas por las acciones de la propia compañía retenidas durante dos años están libres de impuestos), lo que ha contribuido a su mayor aplicación. En ese mismo sentido, la Comisión Europea aconseja a los países miembros que promocionen sistemas innovadores de participación de los trabajadores en la propiedad de la empresa, incluidas las opciones de compra sobre acciones. Así se refleja en un Informe que la CE emitió el 27 de octubre de 1999 al Parlamento europeo: «unos sistemas amplios de opciones de compra sobre acciones son fundamentales para el desarrollo de las empresas jóvenes de elevado crecimiento». De ahí que algunos países europeos estén estudiando la aplicación de un régimen fiscal más favorable, como realizar la imposición en el momento de vender las acciones, darles un tratamiento de plusvalías, o aplicar un tipo reducido para las *stock options* (como ocurre en Bélgica).

Las *stock options* son un sistema pensado para un mercado eficiente en el que las opciones y las acciones reflejen expectativas, para empresas que operen en mercados de bienes reales competitivos y cuya propiedad esté diluida (es decir, empresas que carezcan de grandes accionistas o «núcleos duros» que tienen intereses distintos a la mayoría de los accionistas y pueden hacer que suba el precio de las acciones). Sin embargo, vincular la retribución de los directivos al comportamiento bursátil, puede favorecer inversiones a corto plazo, ya que aun suponiendo la eficiencia de los mercados de capitales, la rentabilidad a corto plazo puede influir sobre la percepción de las

perspectivas a largo plazo de las acciones, así como alentar la asunción de riesgos excesivos por los directivos. Por otra parte, en ocasiones la remuneración de los ejecutivos resulta excesiva e ineficaz, ya que se tiende a agregar nuevos elementos a la retribución sin revisar la cuantía de los ya existentes. De ahí que toda recomendación de aumentar el vínculo entre la riqueza de los directivos y la de los accionistas mediante la adjudicación de acciones o *stock options* a los primeros, suponga quitar dinero a los accionistas para dárselo a los directivos, que de hecho, ya suelen estar muy bien pagados. Además, si los incentivos se indician al aumento del valor de la acción se propicia la disminución de los dividendos repartidos en beneficio de la inversión de nuevos proyectos. Los directivos únicamente estarán motivados para incrementar el valor de las acciones cuando la tasa de rentabilidad requerida para que dicho incremento se produzca en el período establecido para ejercer las opciones sea superior al coste del capital del momento de la adopción del plan (CAMPBELL y WASLEY, 1999).

Por último, considerando los múltiples factores que influyen en la cotización de las acciones, se puede concluir que la ganancia obtenida por la diferencia entre el precio de la acción en el día en que se efectúa la opción de compra y el precio fijado para la adquisición puede no ser el indicador más adecuado para incentivar la eficiencia en la gestión de los directivos de las empresas. Una alternativa, cada vez más utilizada en los países anglosajones, especialmente Estados Unidos, consiste en utilizar el criterio del EVA (valor añadido económico) para fijar el precio de la opción. Así el precio al que el directivo puede comprar la acción al cabo del plazo preestablecido, es el precio actual más el rendimiento de la inversión alternativa de ese dinero. Ello hace mucho más exigente el mecanismo, pero mucho más coherente, ya que la plusvalía comienza a generarse cuando el resultado de la inversión del accionista sea superior a la inversión alternativa, es decir, cuando el negocio genere valor para la sociedad. Asimismo, ante las debilidades de medir la *performance* de la empresa mediante un indicador del mercado como es el valor de las acciones (sometido a volatilidad causada por diversos factores no relacionados con la gestión de los directivos), algunos autores (ATKINSON, 1998) proponen utilizar una medida de «resultados estratégicos». Otra alternativa consiste en implantar sistemas de opciones indicadas, que exigen que la acción de la empresa tenga un mejor comportamiento que el resto del mercado o que el de un sector determinado, aunque este sistema tenga la contrapartida de su complejidad contable (JOHNSON y TIAN, 2000, b). Para limitar los excesos de las *stock options*, algunas empresas han diseñado planes de opciones sobre acciones vinculando el ejercicio de la opción a la consecución de objetivos empresariales (entre otras, Alcatel aplica un plan de opciones a 2.000 empleados, que podrán adquirir las acciones en un plazo de 5 años únicamente si la compañía consigue un beneficio operativo del 6,5% de las ventas en el 2000 o del 7,5% de las ventas en el 2001). La moderación en la utilización de instrumentos retributivos como las *stock options* también puede conseguirse fijando porcentajes máximos entre la retribución fija y variable que puede considerarse regular o irregular. De esta forma se garantiza en mayor medida que el nivel de capitalización de la empresa, del que se beneficia el ejecutivo, responde lo más fielmente posible a su mejor gestión y no a la evolución general favorable de los mercados de capitales.

En definitiva, conseguir la forma retributiva adecuada para motivar al directivo es una tarea muy compleja en la práctica empresarial. El enfoque de agencia apuesta porque se utilicen componentes variables dentro de la compensación total (STROH *et al.*, 1996). Sin embargo, la decisión sobre

la forma que deben adoptar esos elementos variables debe ser analizada por cada empresa evaluando las ventajas e inconvenientes de cada una de ellas. En concreto, se debe perseguir obtener un equilibrio en el sistema retributivo del directivo entre el riesgo que asume y su incentivación (el denominado *trade-off* entre riesgo e incentivos) (JENSEN y MURPHY, 1990: 243). De ahí que los resultados de los sistemas retributivos variables sean mejores en empresas con menor volatilidad de los precios de sus acciones que en aquellas que presentan mayores volatilidades (AGGARWAL y SAMWICK, 1999). Por otra parte, en muchas ocasiones, el problema no son los sistemas de incentivos, sino las conductas oportunistas derivadas de la información privilegiada de los propios directivos. Por ello, no se debe olvidar que existen otros mecanismos disciplinarios, además de los sistemas retributivos y dentro de éstos, las *stock options*, para conseguir que las actuaciones de los directivos sean eficientes y se correspondan con los objetivos de la empresa.

BIBLIOGRAFÍA

- AGGARWAL, R. y SAMWICK, A.A. (1999): «The Other Side of the Trade-off: The Impact of Risk on Executive Compensation», *Journal of Political Economy*, Vol. 107, N. 1, págs. 65-105.
- AGGARWAL, R. y SAMWICK, A.A. (1996): *Executive Compensation, Strategic Competition, and Relative Performance Evaluation: Theory and Evidence*, National Bureau of Economic Research, Working Paper N. 5661, julio.
- ARRAIZ, J. I. (1999): *Retribuir el Futuro. Guía Práctica de la Retribución en España*, Santillana-HayGroup, Madrid.
- ATKINSON, A. (1998): «Strategic Performance Measurement and Incentive Compensation», *European Management Journal*, Vol. 16, N. 5, págs. 552-561.
- AZOFRA, V.; RODRÍGUEZ SANZ, J.A. y VALLELADO, E. (1994): «Estructura de propiedad, endeudamiento y resultados en la gran empresa industrial española: un enfoque de agencia», *X Jornadas de Economía Industrial*, Septiembre, Fundación Empresa Pública, págs. 129-145. Stulz (1988).
- BAKER, G. P.; MURPHY, K. y JENSEN, M. (1988): «Compensation and Incentives: Practice vs. Theory», *Journal of Finance*, N. 43, mayo, págs. 593-616.
- BENSTON, G. J. (1985): «The Self-serving Management Hypothesis. Some Evidence», *Journal of Accounting and Economics*, N. 7, págs. 67-84.
- BLACK, F. y SCHOLES, M. (1972): «The Valuation of Options Contracts and Test of Market Efficiency», *Journal of Finance*, N. 27, mayo, págs. 399-418.

- CAMPBELL, C. J. y WASLEY, C. E. (1999): «Stock-Based Incentive Contracts and Managerial Performance: The Case of Ralston Purina Company», *Journal of Financial Economics*, N. 51, págs. 195-217.
- CONYON, M. J. y NICOLITSAS, D. (1998): «Does the Market for Top Executives Work? CEO Pay and Turnover in Small U.K. Companies», *Small Business Economics*, N. 11, págs. 145-154.
- CONYON, M. J. y PECK, S. I. (1998): «Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation», *Academy of Management Journal*, Vol. 41, N. 2, págs. 146-157.
- COUGHLAN, A. T. y SCHMIDT, R. M. (1985): «Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance. An Empirical Investigation», *Journal of Accounting and Economics*, N. 7, págs. 43-66.
- DENIS, D.J. y SERRANO, J.M. (1996): «Active investors and management turnover following unsuccessful control contests», *Journal of Financial Economics*, N. 40, págs. 239-266.
- FAMA, E. (1980): «Agency Problems and the Theory of the Firm», *Journal of Political Economy*, N. 88, págs. 287-307. HILL, C.W. y JONES, G.R. (1996): *Administración Estratégica. Un Enfoque Integrado*, McGraw-Hill, Santa Fé de Bogotá, 3ª edición.
- HALL, B. J. (1998): *The Pay to Performance Incentives of Executive Stock Options*, National Bureau of Economic Research, Working Paper N. 6674, agosto.
- HOLMSTROM, B. (1982): «Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective», in *Essays in Economics and Management in Honor of Lars Wahlbeck*, Helsinki (Finlandia), Swedish School of Economics.
- JENSEN, M. C. y MURPHY, K. J. (1990): «Performance Pay and Top Management Incentives», *Journal of Political Economy*, N. 98, págs. 225-264.
- JOH, S. W. (1999): «Strategic Managerial Incentive Compensation in Japan: Relative Performance Evaluation and Product Market Collusion», *Review of Economics and Statistics*, Vol. 81, N. 2, págs. 303-313.
- JOHNSON, S. A. y TIAN, Y. S. (2000): «The value and incentive effects of nontraditional executive stock option plans», *Journal of Financial Economics*, N. 57, págs. 3-34.
- JOHNSON, S. A. y TIAN, Y. S. (2000): «Indexed executive stock options», *Journal of Financial Economics*, N. 57, págs. 35-64.
- LAFFONT, J. J. y MATOUSSI, M. (1995): «Moral Hazard, Financial Constraints, and Sharecropping in the El Oulja», *Review Economic Studies*, N. 62, págs. 381-399.
- LODERER, C. y MARTIN, K. (1997): «Executive stock ownership and performance Tracking faint traces», *Journal of Financial Economics*, N. 45, págs. 223-255.

- MCCONAUGHY, D.L. y MISHRA, C.S. (1996): «Debt, Performance-Based Incentives, and Firm Performance», *Financial Management*, Vol. 25, N. 2, págs. 37-51.
- MCCONNELL, J.J. y SERVAES, H. (1990): «Additional evidence on equity ownership and corporate value», *Journal of Financial Economics*, N. 27, págs. 595-612.
- MELLE, M. (1998a): *Fundamentos teóricos del gobierno de empresas. Una aplicación a las empresas españolas (1991-96)*. Documento de Trabajo N.º 145/1998. Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social, Madrid, pág. 52.
- MELLE, M. (1998b): «Los sistemas de compensación de los directivos y consejeros empresariales: Incidencia sobre el gobierno de empresas». *Cuadernos de Información Económica*, núm. 136/137, julio/agosto, Madrid, págs. 179-190.
- MIRRELESS, J. (1976): «The Optimal Structure of Incentives and Authority within an Organization», *Bell Journal of Economics*, N. 7, págs. 105-31.
- MORCK, R.; SCHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1988): «Management Ownership and Market Valuation. An empirical Analysis», *Journal of Financial Economics*, N. 20, págs. 293-315.
- MURPHY, K. J. (1985): «Corporate Performance and Managerial Remuneration. An Empirical Analysis», *Journal of Accounting and Economics*, N. 7, págs. 11-42.
- OFEK, E. (1993): «Capital Structure and Firm Response to Poor Performance. An Empirical Analysis», *Journal of Financial Economics*, N. 34, págs. 3-30.
- PRENDERGAST, C. (1999): «The Provision of Incentives in Firms», *Journal of Economic Literature*, Vol. 37, March, págs. 7-63.
- RODRÍGUEZ SANZ, J.A.(1993): *Estructura de propiedad, endeudamiento y resultados de la empresa industrial española: un enfoque de agencia*, Tesis doctoral, Universidad de Valladolid.
- ROSEN, S. (1990): *Contracts and the Market for Executives*, National Bureau of Economic Research, Working paper N. 3542.
- ROSS, S. (1973): «The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem», *American Economic Review*, N. 63, págs. 134-39.
- SMITH, A. (1988): *Investigaciones sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones* [1776], Comps. R. Campbell, A. S. Skinner y W. B. Todd [Oxford University Press, 1976], Barcelona, Oikos-Tau.

- SHORT, H. y KEASEY, K. (1999): «Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK», *Journal of Corporate Finance*, N. 5, págs. 79-101.
- STEWART, T. A. (1997): «CEO Pay: Mom Wouldn't Approve», *Fortune*, 31 de marzo, págs. 119-120.
- STIGLITZ, J. (1975): «Incentives, Risk, and Information: Notes Toward a Theory of Hierarchy», *Bell Journal of Economics*, N. 6, págs. 552-79.
- STROH, L. K.; BRETT, J. M.; BAUMANN, J. P. y REILLY, A. H. (1996): «Agency Theory and Variable Pay Compensation Strategies», *Academy of Management Journal*, Vol. 39, N. 3, págs. 751-767.
- TIROLE, J. (1992): «Collusion and the Theory of Organizations», in *Advances in Economic Theory: Sixth World Congress*, Vol. 2. J Laffont, Cambridge, Cambridge U. Press.
- TOWERS PERRIN (1999): *CompScan Report*, enero 1999.