

Elena Merino Madrid



**STOCK OPTIONS: UNA VISIÓN JURÍDICA,
ECONÓMICA, FINANCIERA Y CONTABLE**

IV Premio “ASEPUC” de Tesis Doctorales

**STOCK OPTIONS:
UNA VISIÓN JURÍDICA, ECONÓMICA,
FINANCIERA Y CONTABLE**

IV PREMIO “ASEPUC” DE TESIS DOCTORALES (2008)

Elena Merino Madrid
Universidad Castilla la Mancha

STOCK OPTIONS: UNA VISIÓN JURÍDICA, ECONÓMICA, FINANCIERA Y CONTABLE

Edita: Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas
MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD

Edición en línea: Año 2012
NIPO en línea: 724-12-007-5

INDICE

ABREVIATURAS	9
ÍNDICE DE CUADROS Y GRÁFICOS	13
INTRODUCCIÓN	19
TEMA 1. ANTECEDENTES DE LAS STOCK OPTIONS.....	29
1.1. INTRODUCCIÓN.....	29
1.2. LA FIGURA DEL ADMINISTRADOR O CONSEJERO.....	35
1.3. DETERMINACIÓN DE LOS SISTEMAS TRADICIONALES DE RETRIBUCIÓN DE LOS CONSEJEROS.....	40
1.3.1. Fijación en los estatutos de los sistemas retributivos.....	40
1.3.2. Órgano encargado de determinar los sistemas retributivos.....	43
1.3.3. Libertad al establecimiento de los sistemas y cuantía de la retribución.....	45
1.3.4. Retribuciones de los administradores vinculados por una relación laboral.....	46
1.4. LOS SISTEMAS TRADICIONALES DE RETRIBUCIÓN DE LOS CONSEJEROS Y DIRECTIVOS.....	48
1.4.1. Retribución fija.....	48
1.4.2. Retribuciones variables a corto plazo.....	50
1.4.2.1. <i>Teoría de la agencia</i>	51
1.4.2.2. <i>Participación en los beneficios</i>	57
1.4.2.3. <i>Otros sistemas retributivos variables</i>	60
1.4.3. Retribuciones en especie.....	62
1.5. NUEVOS SISTEMAS RETRIBUTIVOS A LARGO PLAZO VINCULADOS A LA EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN.....	65

1.6.	LAS STOCK OPTIONS COMO SISTEMA RETRIBUTIVO VARIABLE.....	71
1.6.1.	Argumentos a favor de su implantación como sistema retributivo.....	71
1.6.1.1.	<i>Alinear los intereses de directivos y empleados con los intereses de los accionistas.....</i>	72
1.6.1.2.	<i>Atraer y retener a los directivos y empleados de la empresa.....</i>	74
1.6.1.3.	<i>Ventajas económicas con respecto a otros sistemas retributivos: bajo coste y gran apalancamiento.....</i>	76
1.6.1.4.	<i>Otras razones para su uso.....</i>	78
1.6.2.	Críticas a las stock options como sistema retributivo.....	81
1.6.2.1.	<i>Se trata de un instrumento financiero muy complejo que debe tener en cuenta las características propias de cada empresa.....</i>	81
1.6.2.2.	<i>No se puede vincular la retribución con el rendimiento.....</i>	82
1.6.2.3.	<i>Se incentiva a los beneficiarios a adoptar medidas a corto plazo: peligro de “insider trading”, supresión de dividendos, repricing, etc.....</i>	86
1.6.2.4.	<i>Otras críticas.....</i>	92
1.7.	LA RETRIBUCIÓN DE LOS CONSEJEROS Y LOS “CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO”.....	93
1.7.1.	El surgimiento de los “Códigos de Buen Gobierno”.....	94
1.7.2.	Recomendaciones sobre la retribución de los consejeros.....	101
1.7.2.1.	<i>Elaboración y aprobación de la política de retribuciones.....</i>	102
1.7.2.2.	<i>Creación de un Comité de Retribuciones.....</i>	104
1.7.2.3.	<i>Aspectos destacables de las retribuciones.....</i>	107
1.7.2.3.1.	<i>Importe de las retribuciones.....</i>	107
1.7.2.3.2.	<i>Estructura retributiva.....</i>	109
1.7.2.3.3.	<i>Transparencia de la información.....</i>	110
1.7.3.	La insuficiencia de los “Códigos de Buen Gobierno”.....	114
	TEMA 2. CONFIGURACIÓN DE LOS PLANES DE STOCK OPTIONS.....	119
2.1.	INTRODUCCIÓN.....	119
2.2.	DEFINICIÓN Y TIPOS DE OPCIONES.....	122
2.3.	UN TIPO ESPECIAL DE OPCIONES “CALL”: LAS STOCK OPTIONS.....	126
2.3.1.	Concepto de stock options.....	126
2.3.2.	Elementos integrantes de las stock options.....	126
2.3.2.1.	<i>Activo subyacente.....</i>	126

2.3.2.2.	<i>Precio de ejercicio</i>	127
2.3.2.3.	<i>Precio del activo</i>	129
2.3.2.4.	<i>Período de espera o de exclusión</i>	130
2.3.2.5.	<i>Período de ejercicio</i>	131
2.3.2.6.	<i>Prima por derecho de opción</i>	133
2.4.	MODALIDADES DE STOCK OPTIONS.....	135
2.4.1.	Premium Options.....	137
2.4.2.	Performance-vested Options.....	138
2.4.3.	Purchased Options.....	138
2.4.4.	Repriceable Options.....	139
2.4.5.	Reload Options.....	140
2.4.6.	Indexed Options.....	141
2.5.	OTRAS FIGURAS AFINES.....	145
2.5.1.	Bonus diferenciales o stock appreciation rights (SAR).....	145
2.5.2.	Acciones fantasma (phantom stock) y opciones sobre acciones fantasma.....	147
2.5.3.	Acciones restringidas (vesting right stock y restricted stock).....	149
2.5.4.	Acciones por objetivos (performance share).....	152
2.6.	LOS PLANES DE STOCK OPTIONS.....	153
2.7.	REQUISITOS PARA EL ESTABLECIMIENTO DE LOS PLANES DE STOCK OPTIONS.....	161
2.7.1.	Requisitos exigidos por el Derecho de Sociedades.....	163
2.7.2.	Requisitos exigidos por la legislación bursátil.....	173
2.7.2.1.	<i>Para los emisores</i>	174
2.7.2.2.	<i>Para los beneficiarios</i>	186
	TEMA 3. ESTRUCTURA CONTRACTUAL Y COBERTURA DE LOS PLANES DE STOCK OPTIONS.....	195
3.1.	INTRODUCCIÓN.....	195
3.2.	ESTRUCTURA CONTRACTUAL DE LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES.....	198

3.2.1.	El plan de retribución.....	199
3.2.2.	Contrato de opción de compra de acciones.....	201
3.2.2.1	<i>Cláusulas relacionadas con las condiciones y el ejercicio de las opciones</i>	203
3.2.2.2.	<i>Cláusulas que recogen las obligaciones de la empresa concedente</i>	204
3.2.2.3.	<i>Cláusulas de “fidelidad”</i>	205
3.2.2.4.	<i>Otras cláusulas</i>	208
3.2.3.	Contrato de compraventa de acciones.....	210
3.3.	OPERACIONES SOCIETARIAS QUE PUEDEN AFECTAR A LOS PLANES DE STOCK OPTIONS.....	213
3.3.1.	Salidas a bolsa de empresas en las que previamente se había establecido un plan de stock options.....	214
3.3.2.	Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones.....	217
3.3.3.	Ampliaciones de capital.....	221
3.3.4.	Reducción de capital.....	223
3.3.5.	Splits de acciones.....	224
3.3.6.	Pago de dividendos.....	227
3.3.7.	Fusiones.....	229
3.3.8.	Escisiones.....	232
3.3.9.	Liquidación de la sociedad.....	234
3.3.10	Exclusión de la cotización de una sociedad cuando se firmó el plan de stock options.....	235
3.4.	PROCEDIMIENTOS DE COBERTURA DE LOS PLANES DE STOCK OPTIONS.....	238
3.4.1.	Entrega de acciones en autocartera.....	239
3.4.1.1.	<i>Introducción</i>	239
3.4.1.2.	<i>Disposiciones legales</i>	242
3.4.1.3.	<i>Estrategias en la cobertura del plan de opciones sobre acciones mediante autocartera</i>	246
3.4.2.	Entrega de acciones nuevas.....	248
3.4.2.1.	<i>Introducción</i>	248
3.4.2.2.	<i>Disposiciones legales</i>	249
3.4.2.3.	<i>Exclusión del derecho de suscripción preferente</i>	251

3.4.2.4.	<i>La entrega de acciones nuevas a los beneficiarios del plan de opciones sobre acciones.....</i>	253
3.4.3.	Emisión de obligaciones convertibles en acciones.....	256
3.4.4.	A través de intermediarios.....	260
3.4.4.1.	<i>Cobertura indirecta.....</i>	261
3.4.4.2.	<i>Cobertura directa.....</i>	261
3.4.4.3.	<i>Cobertura financiera (swap).....</i>	264
3.5.	EL ACTIVO SUBYACENTE DEL PLAN DE OPCIONES: LAS ACCIONES.....	267
3.5.1.	Acciones ordinarias.....	267
3.5.2.	Acciones sin voto.....	273
3.5.3.	Acciones rescatables.....	276
3.6.	ASISTENCIA FINANCIERA PARA LA COMPRA DE ACCIONES.....	283
	TEMA 4. PROBLEMÁTICA CONTABLE DE LAS STOCK OPTIONS.....	289
4.1.	INTRODUCCIÓN.....	289
4.2.	POSTURAS DOCTRINALES EN CONTRA DE LA CONTABILIZACIÓN DE LAS STOCK OPTIONS COMO GASTO.....	296
4.2.1.	Las stock options no constituyen un gasto real al no producirse un intercambio de efectivo.....	297
4.2.2.	Dificultad de estimar el coste de las stock options.....	302
4.2.3.	Los costes de las stock options ya aparecen recogidos apropiadamente en las notas a los estados financieros.....	306
4.2.4.	Imputar las stock options como gasto perjudicará a las empresas en general y, a las emergentes, en particular.....	309
4.3.	POSTURAS NORMATIVAS SOBRE LA CONTABILIZACIÓN DE LAS STOCK OPTIONS COMO GASTO.....	313
4.3.1.	EEUU.....	314
4.3.2.	IASB.....	326
4.3.3.	España.....	333
4.4.	MÉTODO DE VALORACIÓN DEL GASTO DE LAS STOCK OPTIONS: EL VALOR RAZONABLE.....	339
4.4.1.	Antecedentes del valor razonable.....	339

4.4.1.1.	<i>Valor razonable versus valor histórico</i>	340
4.4.1.2.	<i>Introducción del valor razonable en la Unión Europea</i>	347
4.4.2.	El valor razonable para la valoración de las stock options.....	352
4.5.	FECHA Y FACTORES PARA LA DETERMINACIÓN DEL VALOR RAZONABLE DE LOS INSTRUMENTOS DE CAPITAL.....	357
4.5.1.	Fecha para la determinación del valor razonable.....	357
4.5.2.	Factores básicos para la determinación del valor razonable.....	363
4.5.2.1.	<i>Precio de ejercicio</i>	369
4.5.2.2.	<i>Vida de la opción</i>	370
4.5.2.3.	<i>Precio del activo subyacente</i>	370
4.5.2.4.	<i>Volatilidad</i>	370
4.5.2.5.	<i>Dividendos</i>	375
4.5.2.6.	<i>Tipo de interés libre de riesgo</i>	377
4.5.3.	Otros factores a tener en cuenta para determinar el valor razonable.....	379
4.5.3.1.	<i>Ejercicio anticipado de las opciones</i>	380
4.5.3.2.	<i>Condiciones a cumplir para el ejercicio de las opciones</i>	384
4.5.4.	Gasto a reconocer.....	386
4.5.5.	Circunstancias posteriores al reconocimiento del gasto.....	388
4.5.5.1.	<i>Modificaciones en los planes y condiciones</i>	388
4.5.5.2.	<i>Cancelaciones y liquidaciones del plan de opciones sobre acciones</i>	391
4.6.	PERIODO EN QUE DEBE SER CONTABILIZADO EL GASTO.....	392
4.7.	EJERCICIO DE LAS OPCIONES.....	397
4.8.	INFORMACIÓN A RECOGER EN LOS ESTADOS FINANCIEROS.....	398
4.8.1.	Información a recoger en las notas a los estados financieros.....	399
4.8.1.1.	<i>Información sobre la naturaleza y alcance de los pagos en acciones</i>	400
4.8.1.2.	<i>Información sobre la determinación del valor razonable</i>	401
4.8.1.3.	<i>Información acerca del efecto sobre los resultados</i>	402
4.8.1.4.	<i>Información sobre partes vinculadas</i>	402
4.8.2.	Información a incluir en el Estado de Cambios en el Patrimonio Neto.....	405
4.8.3.	Los planes de opciones sobre acciones y el cálculo de las ganancias por acción.....	409
4.8.3.1.	<i>Beneficio básico por acción</i>	410
4.8.3.2.	<i>Beneficio diluido por acción</i>	411

TEMA 5. LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES EN EL MERCADO COTIZADO ESPAÑOL. IMPACTO DE LA NIIF 2 EN LAS CUENTAS ANUALES DE 2005.....	417
5.1. OBJETIVO Y METODOLOGÍA.....	417
5.2. MUESTRA Y BASE DE DATOS.....	419
5.3. CARACTERÍSTICAS DE LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES EN EL MERCADO COTIZADO ESPAÑOL.....	425
5.3.1. Volumen de los planes.....	428
5.3.2. Períodos de carencia.....	432
5.3.3. Períodos de ejercicio.....	434
5.3.4. Precio de ejercicio.....	437
5.3.5. Beneficiarios.....	441
5.3.6. Formas de liquidación.....	444
5.3.7. Coberturas utilizadas.....	446
5.3.8. Modificaciones y cancelaciones de los planes.....	450
5.4. NIIF 2: APLICACIÓN E IMPACTO EN LAS CUENTAS ANUALES DEL 2005.....	454
5.4.1. Impacto en la Memoria: información suministrada.....	455
5.4.1.1. Descripción del plan de opciones sobre acciones.....	455
5.4.1.2. Número y media ponderada de los precios de ejercicio de las opciones.....	458
5.4.1.3. Determinación del valor razonable.....	462
5.4.1.4. Variables del modelo.....	464
5.4.2. Impacto en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias: reconocimiento del gasto y forma de cálculo.....	469
5.4.3. Impacto en los beneficios por acción y en otros ratios.....	477
5.4.3.1. Beneficios por acción.....	477
5.4.3.2. Gastos de personal sobre ventas.....	483
5.4.3.3. Coste medio del personal.....	485
RESUMEN Y CONCLUSIONES.....	487
BIBLIOGRAFÍA.....	507

ANEXO I. MODELOS DE COMUNICACIÓN A LA CNMV DE LOS SISTEMAS RETRIBUTIVOS

ANEXO II. CONTRATO DE OPCIÓN DE COMPRA DE ACCIONES

ANEXO III. MODELOS DE VALORACIÓN DE OPCIONES: MÉTODO BLACK-SCHOLES Y ÁRBOL BINOMIAL

ANEXO IV. MUESTRA DE PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES EN EL MERCADO COTIZADO ESPAÑOL DURANTE EL PERIODO 1999-2005

ABREVIATURAS UTILIZADAS

AASB:	Australian Accounting Standards Board.
AEC:	Asociación Española de Empresas de Consultoría.
AECA:	Asociación Española de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.
AICPA:	American Institute of Certified Public Accountants.
APB:	Accounting Principles Board.
ARC:	Accounting Regulatory Committee (Comité Regulador de la Contabilidad que asiste a la CE).
Art./s.:	Artículo/s.
BC:	Bases para las Conclusiones (esta parte de la normativa internacional que acompaña a la IFRS 2 emitida por el IASB, si bien, no forma parte de la misma, no ha sido incorporada por la UE en el Reglamento (CE) nº 211/2005 por el que se aprobó la NIIF 2 “Pagos basados en acciones”).
BNCFES:	Borrador de Normas de Contabilidad aplicables a las Fusiones y Escisiones de Sociedades (publicado por el ICAC en 1993).
BOE:	Boletín Oficial del Estado.
BOICAC:	Boletín del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.
BORM:	Boletín Oficial del Registro Mercantil.
BPGC:	Borrador del Plan General de Contabilidad (elaborado por el ICAC y publicado en julio de 2007).
CC:	Código Civil (aprobado por Real Decreto de 24 de julio de 1889).
CCo:	Código de Comercio (Real Decreto de 22 de agosto de 1885, modificado por la Ley 62/2003, de 30 de diciembre).
CE:	Comunidad Europea.
CICA:	Canadian Institute of Chartered Accountants.

CINIIF:	Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera (se llaman así, en español, a las interpretaciones de las NIIF, en inglés, IFRIC).
CNMV:	Comisión Nacional del Mercado de Valores.
CUBG:	Código Unificado de Buen Gobierno Español (aprobado el 19 de mayo de 2006).
DGRN:	Dirección General de los Registros y del Notariado.
EFRAG:	European Financial Reporting Advisory Group (Grupo Asesor de Expertos Contables Europeos de la CE).
ERISA:	Employee Retirement Income Security Act.
ESOP:	Employee Stock Ownership Plans.
ESPP:	Employee Stock Purchase Plans.
FASB:	Financial Accounting Standard Board. Principal organismo emisor de normas contables en Estados Unidos.
IAS:	International Accounting Standard.
IASC:	International Accounting Standards Committee.
IASB:	International Accounting Standards Board.
ICAC:	Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.
IFRIC:	International Financial Reporting Interpretations Committee (Comité Internacional de Interpretaciones de Normas de Presentación de Información Financiera del IASB).
IFRS:	International Financial Reporting Standard.
ISO:	Incentive Stock Options.
LMV:	Ley de Mercado de Valores (aprobada por la Ley 24/1988, de 28 de julio, y modificada, entre otras, por la Ley 55/1999, de 29 de diciembre; Ley 44/2002, de 22 de noviembre; Ley 26/2003, de 17 de julio; Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre y Ley 6/2007).
LSRL:	Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada (aprobada por la Ley 2/1995, de 23 de marzo).
MEFF:	Mercado Español de Futuros Financieros.
NASDAQ:	Nacional Association of Securities Dealers Automated Quotations.
NCEO:	National Center for Employee Ownership.

NIC:	Normas Internacionales de Contabilidad emitidas por el antiguo IASC (según sus siglas en inglés, IAS).
NIIF:	Normas Internacionales de Información Financiera emitidas por el actual IASB (según sus siglas en inglés, IFRS).
NSO:	Non incentive Stock Options.
NYSE:	New York Stock Exchange.
OPA:	Oferta Pública de Adquisición.
OPS:	Oferta Pública de Suscripción de Valores.
OPV:	Oferta Pública de Venta de Valores.
PGC:	Plan General de Contabilidad (aprobado por el RD 1643/1990, de 20 de diciembre).
RRM:	Reglamento del Registro Mercantil (aprobado por el RD 1784/1996, de 19 de julio).
SAR:	Stock Appreciation Rights.
SEC:	Securities and Exchange Commission.
SIC:	Standing Interpretations Committee (Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de contabilidad del IASC).
S&P 500:	Índice Bursátil ponderado por capitalización de 500 empresas norteamericanas.
TRLSA:	Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre; modificado, entre otros, por la Ley 55/1999, de 29 de diciembre; la Ley 26/2003, de 17 de julio y la Ley 16/2007, de 5 de julio).

INDICE DE CUADROS

CUADRO 1.1. REQUISITOS PARA SER CONSEJERO INDEPENDIENTE EN EL CÓDIGO UNIFICADO DE BUEN GOBIERNO ESPAÑOL [2006].....	39
CUADRO 1.2. REPARTO DEL PAQUETE RETRIBUTIVO EN LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN.....	55
CUADRO 1.3. REMUNERACIONES EN ESPECIE PARA EJECUTIVOS.....	63
CUADRO 1.4. IMPACTO MOTIVACIONAL DE LOS COMPONENTES RETRIBUTIVOS.....	66
CUADRO 1.5. SISTEMAS RETRIBUTIVOS LIGADOS A LA COTIZACIÓN O QUE CONSISTEN EN PARTICIPACIÓN FINANCIERA.....	69
CUADRO 1.6. EVOLUCIÓN INTERNACIONAL DE LOS PRINCIPALES INFORMES Y CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO.....	96
CUADRO 1.7. CONTENIDO DE LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO EN ESPAÑA (1996-2003).....	99
CUADRO 2.1. COMPRA Y VENTA DE UNA “CALL”.....	124
CUADRO 2.2. RESUMEN DE LA RELACIÓN ENTRE PRECIO DE EJERCICIO (P. Ej.) Y PRECIO DE MERCADO (P. Me.) DE UNA “CALL”.....	127
CUADRO 2.3. ELEMENTOS INTEGRANTES DE LAS STOCK OPTIONS.....	134
CUADRO 2.4. ALGUNAS DIFERENCIAS ENTRE STOCK OPTIONS Y OPCIONES “FUERA DE MERCADO”.....	135
CUADRO 2.5. MODALIDADES DE STOCK OPTIONS.....	144
CUADRO 2.6. VENTAJAS DE LA UTILIZACIÓN DE LAS PERFORMANCE/ RESTRICTED SHARES.....	152
CUADRO 2.7. TIPOS DE PLANES DE STOCK OPTIONS.....	160
CUADRO 2.8. COMUNICACIONES DE OPERACIONES CON ACCIONES Y CON OPCIONES SOBRE ACCIONES SEGÚN NORMATIVA ESPAÑOLA.....	190

CUADRO 2.9. NÚMERO DE COMUNICACIONES DE OPERACIONES CON DERECHOS DE OPCIÓN EN MERCADO COTIZADO ESPAÑOL DURANTE 2000-2005.....	191
CUADRO 3.1. TIPOS DE OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN.....	218
CUADRO 3.2. CONTENIDO DEL FOLLETO EXPLICATIVO DE LA OPA.....	219
CUADRO 3.3. DERECHOS DE LA AUTOCARTERA.....	246
CUADRO 3.4. DERECHOS OTORGADOS A LAS ACCIONES ORDINARIAS.....	273
CUADRO 4.1. PROPUESTAS REALIZADAS POR ORGANISMOS CONTABLES SOBRE LAS STOCK OPTIONS (2000-2003).....	314
CUADRO 4.2. PRINCIPALES NORMAS AMERICANAS SOBRE LA CONTABILIZACIÓN DE LAS OPCIONES SOBRE ACCIONES.....	316
CUADRO 4.3. PRINCIPALES DIFERENCIAS ENTRE LA APB OPINION 25 Y SFAS 123.....	319
CUADRO 4.4. INFORMACIÓN A REVELAR SOBRE LAS RETRIBUCIONES EN ACCIONES (U OTROS INSTRUMENTOS FINANCIEROS) SEGÚN LA NIC 19 “RETRIBUCIONES A EMPLEADOS”.....	328
CUADRO 4.5. CARACTERÍSTICAS DEL MARCO CONCEPTUAL DEL IASB.....	330
CUADRO 4.6. RECONOCIMIENTO DE LAS TRANSACCIONES BASADAS EN ACCIONES EN BASE A LA FORMA DE LIQUIDACIÓN SEGÚN LA NIIF 2.....	332
CUADRO 4.7. UTILIZACIÓN DEL VALOR RAZONABLE SEGÚN LAS NORMAS DEL IASB.....	339
CUADRO 4.8. ASPECTOS QUE MÁS PREOCUPAN A LAS EMPRESAS SOBRE LAS NIIF.....	347
CUADRO 4.9. APLICACIÓN DEL VALOR RAZONABLE EN ESPAÑA.....	351
CUADRO 4.10. VALORES ESTUDIADOS POR EL IASB PARA MEDIR EL COSTE DE LAS OPCIONES SOBRE ACCIONES.....	353
CUADRO 4.11. CRITERIOS DE VALORACIÓN DE LAS OPERACIONES DE ENTREGA DE INSTRUMENTOS DEL NETO SEGÚN NIIF 2.....	354
CUADRO 4.12. FECHA DE VALORACIÓN DEL VALOR RAZONABLE SEGÚN NIIF 2.....	358
CUADRO 4.13. MODELOS DE VALORACIÓN DE OPCIONES DE COMPRA EUROPEAS.....	365
CUADRO 4.14. FACTORES DETERMINANTES DEL VALOR DE LA OPCIÓN.....	369

CUADRO 4.15. EFECTOS DE LOS DISTINTOS FACTORES SOBRE EL VALOR DE LA OPCIÓN.....	369
CUADRO 4.16. FACTORES A CONSIDERAR EN LA ESTIMACIÓN DE LA VOLATILIDAD ESPERADA SEGÚN LA NIIF 2.....	374
CUADRO 4.17. INCLUSIÓN DE LOS DIVIDENDOS ESPERADOS EN LOS MODELOS DE VALORACIÓN DE LAS OPCIONES SEGÚN LA NIIF 2.....	376
CUADRO 4.18. VALORACIÓN DE LOS DIVIDENDOS ESPERADOS SEGÚN LA NIIF 2.....	377
CUADRO 4.19. VALORACIÓN DEL TIPO DE INTERÉS LIBRE DE RIESGO SEGÚN LA NIIF 2.....	379
CUADRO 4.20. VALORACIÓN DEL EJERCICIO ANTICIPADO DE LAS OPCIONES SEGÚN LA NIIF 2.....	383
CUADRO 4.21. PROCEDIMIENTO PARA TENER EN CUENTA LAS CONDICIONES ASOCIADAS AL EJERCICIO DE LAS OPCIONES.....	385
CUADRO 4.22. ASIENTO CONTABLE DEL RECONOCIMIENTO DEL GASTO DE LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES.....	387
CUADRO 4.23. TIPOS DE MODIFICACIONES EN LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES.....	389
CUADRO 4.24. TRATAMIENTO DE LAS MODIFICACIONES BENEFICIOSAS EN LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES.....	390
CUADRO 4.25. FECHA DE IMPUTACIÓN DEL GASTO.....	393
CUADRO 4.26. PRINCIPIOS CONTABLES DEL PGC Y MARCO CONCEPTUAL DEL IASB.....	395
CUADRO 4.27. ASIENTO CONTABLE DE LA AMPLIACIÓN DE CAPITAL PARA DAR COBERTURA A UN PLAN DE OPCIONES SOBRE ACCIONES.....	397
CUADRO 4.28. ASIENTO CONTABLE DE LA ENTREGA DE ACCIONES PROPIAS COMO COBERTURA DEL PLAN DE OPCIONES SOBRE ACCIONES.....	398
CUADRO 4.29. CÁLCULO DE LOS BENEFICIOS POR ACCIÓN.....	413
CUADRO 5.1. EMPRESAS QUE FORMAN PARTE DE LA MUESTRA.....	423
CUADRO 5.2. PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES DISTRIBUIDOS POR EMPRESAS Y AÑOS.....	426
CUADRO 5.3. VOLUMEN DE LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES.....	430
CUADRO 5.4. PERÍODOS DE CARENCIA DE LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES.....	433

CUADRO 5.5. PERÍODOS LARGOS DE EJERCICIO DE LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES.....	435
CUADRO 5.6. PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES DE DIFUSIÓN AMPLIA	443
CUADRO 5.7. INFORMACIÓN REQUERIDA POR LA NIIF 2 SOBRE LA DESCRIPCIÓN DEL ACUERDO DE PAGO BASADO EN ACCIONES.....	457
CUADRO 5.8. INFORMACIÓN REQUERIDA POR LA NIIF 2 SOBRE EL NÚMERO Y MEDIA PONDERADA DE LOS PRECIOS DE EJERCICIO DE LAS OPCIONES (I)..	460
CUADRO 5.9. INFORMACIÓN REQUERIDA POR LA NIIF 2 SOBRE EL NÚMERO Y MEDIA PONDERADA DE LOS PRECIOS DE EJERCICIO DE LAS OPCIONES (II)	461
CUADRO 5.10. INFORMACIÓN REQUERIDA POR LA NIIF 2 SOBRE LA DETERMINACIÓN DEL VALOR RAZONABLE.....	463
CUADRO 5.11. INFORMACIÓN REQUERIDA POR LA NIIF 2 SOBRE LAS VARIABLES DEL MODELO (I).....	466
CUADRO 5.12. INFORMACIÓN REQUERIDA POR LA NIIF 2 SOBRE LAS VARIABLES DEL MODELO (II).....	468
CUADRO 5.13. INCREMENTO DE LOS GASTOS DE PERSONAL COMO CONSECUENCIA DE LA APLICACIÓN DE LA NIIF 2.....	471
CUADRO 5.14. VARIACIÓN DEL RESULTADO DE EXPLOTACIÓN COMO CONSECUENCIA DE LA APLICACIÓN DE LA NIIF 2.....	473
CUADRO 5.15. MÉTODOS DE VALORACIÓN DE OPCIONES UTILIZADOS POR PAÍSES.....	476
CUADRO 5.16. IMPACTO DE LA NIIF 2 EN LOS BENEFICIOS POR ACCIÓN.....	479
CUADRO 5.17. CÁLCULO DE LOS BENEFICIOS DILUIDOS POR ACCIÓN.....	482
CUADRO 5.18. IMPACTO DE LA NIIF 2 EN EL RATIO “GASTOS DE PERSONAL SOBRE VENTAS”.....	485
CUADRO 5.19. IMPACTO DE LA NIIF 2 EN EL RATIO “COSTE MEDIO DEL PERSONAL”.....	486

INDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1.1. LOS COSTES DE AGENCIA DERIVADOS DE LA RELACIÓN “ACCIONISTAS Y ADMINISTRADORES”.....	53
GRÁFICO 1.2. RETRIBUCIÓN DE LOS CONSEJEROS EXTERNOS.....	70
GRÁFICO 1.3. RETRIBUCIÓN DE LOS DIRECTIVOS.....	70
GRÁFICO 1.4. RAZONES PARA IMPLANTAR SISTEMAS DE INCENTIVOS BASADOS EN ACCIONES.....	80
GRÁFICO 1.5. PORCENTAJE DE COMPAÑÍAS CON INTENCIÓN DE PRÁCTICAR “REPRICING”.....	90
GRÁFICO 1.6. RAZONES POR LAS QUE NO SE HA IMPLANTADO UN SISTEMA DE INCENTIVOS BASADOS EN ACCIONES.....	93
GRÁFICO 3.1. SWAP DE ACCIONES.....	265
GRAFICO 3.2. SWAP DE ACCIONES COMO COBERTURA DE UN PLAN DE OPCIONES SOBRE ACCIONES.....	266
GRÁFICO 4.1. PORCENTAJE DE DISMINUCIÓN DE LOS BENEFICIOS SI LOS COSTES DE LAS OPCIONES SOBRE ACCIONES FUERAN CONTRA RESULTADOS.....	311
GRÁFICO 4.2. POSICIÓN DE LAS EMPRESAS DE EEUU CON RESPECTO AL RECONOCIMIENTO DEL GASTO DE LAS STOCK OPTIONS.....	321
GRÁFICO 4.3. FECHAS Y PERÍODOS EN LOS QUE SE DIVIDEN LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES.....	359
GRÁFICO 5.1. NÚMERO DE PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES POR EMPRESA.....	427
GRÁFICO 5.2. NÚMERO DE PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES DISTRIBUIDOS POR AÑOS.....	428
GRÁFICO 5.3. MEDIA DEL VOLUMEN DE LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES DISTRIBUIDOS POR AÑOS.....	431

GRÁFICO 5.4. MEDIA DE LOS PERÍODOS DE CARENCIA DE LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES DISTRIBUIDAS POR AÑOS.....	434
GRÁFICO 5.5. MEDIA DE LOS PERÍODOS DE EJERCICIO DE LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES DISTRIBUIDOS POR AÑOS.....	436
GRÁFICO 5.6. TIPOS DE OPCIONES ENTREGADAS.....	440
GRÁFICO 5.7. FORMAS DE LIQUIDACIÓN DE LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES.....	445
GRÁFICO 5.8. PROCEDIMIENTOS DE COBERTURA DE LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES.....	448

INTRODUCCIÓN

Las sociedades anónimas, en los últimos años, se han caracterizado por la existencia de un accionariado muy diversificado al responder a múltiples accionistas con reducidas participaciones, que suelen renunciar, directa o indirectamente, a acudir a las Juntas, lo que ha incidido en el conflicto de la separación entre propiedad – accionistas – y gestión – alta dirección y miembros del Consejo de Administración –, con la consiguiente asimetría de información entre los diversos agentes, a lo que se une el problema de riesgo moral y de contratos incompletos. Todas estas circunstancias pueden llegar a dificultar el control por parte de los propietarios de las decisiones directivas y facilitar la discrecionalidad en la persecución de objetivos diferentes a la creación de valor de la empresa.

En este contexto, la teoría de la agencia estudia las relaciones entre accionistas y directivos y los conflictos de intereses subyacentes entre ambos. En la actualidad, existen diversos mecanismos de control, tanto externos (mercados de bienes y servicios; mercado de capitales; mercado de trabajo de los directivos; y mercado de control corporativo) como internos (Consejo de Administración; diseño de contratos de compensación; Junta General de Accionistas; y estructura financiera), que tienen como objetivo reducir la discrecionalidad de los directivos.

Uno de los mecanismos internos, que ha acaparado gran atención en los últimos tiempos, es el diseño de los contratos de remuneración de los consejeros y altos directivos de las grandes empresas. En este ámbito, los sistemas retributivos tradicionales, fijos y a corto plazo, han ido dejando paso a otros sistemas, variables y a largo plazo, como

consecuencia de: a) la imposibilidad manifiesta por parte de los sistemas tradicionales de solventar los problemas de agencia, al no alinear los intereses de ambos; b) la especialización de la figura de los ejecutivos, que deben poseer conocimientos y capacidad técnica para hacer frente a las tareas encomendadas, ha derivado en la necesidad de que su retribución se establezca de acuerdo con su valía; y, c) el deseo de evitar los comportamientos oportunistas de los ejecutivos a corto plazo pone de manifiesto la conveniencia de desarrollar nuevos sistemas a largo plazo, que alienten a desarrollar oportunidades de inversión más allá de un ejercicio económico.

Entre estos sistemas variables a largo plazo, ha merecido especial consideración el sistema conocido como “*stock options*” (opciones sobre acciones) y que será objeto primordial de estudio en este trabajo de investigación.

Este sistema retributivo que tiene su origen en EEUU, con la intención de alinear los intereses de consejeros y directivos con los de los accionistas, ligando la retribución de los primeros al valor de cotización de las acciones, se ha ido extendiendo al resto de países desarrollados, ante una ausencia casi total de regulación al respecto. Sin embargo, en los últimos años este sistema retributivo adquiere gran notoriedad pública con los diversos escándalos empresariales sucedidos en Europa y Estados Unidos (Enron, Worldcom, Parmalat, Vividendi, etc.) que sacaron a la luz las desproporcionadas retribuciones de los directivos y consejeros a través de esta figura, justamente, cuando peor situación económica atravesaban las empresas concedentes y que ha supuesto una reconsideración de su incidencia en la gestión empresarial y la oportunidad o no de una regulación del mismo.

Así pues, las opciones sobre acciones son un contrato tipo “call” por el que se les otorga a los beneficiarios, el derecho, que no la obligación, de comprar, llegada la fecha establecida, un número determinado de acciones, normalmente, de la compañía otorgante del plan o de alguna de las empresas del grupo, a un precio prefijado. Al tratarse de un plan retributivo, es pauta generalizada la exención del pago de la prima, siendo la contraprestación del plan, el propio trabajo realizado por los beneficiarios. En ocasiones, el ejercicio de las opciones está supeditado al cumplimiento de determinados objetivos empresariales tales como alcanzar determinadas ventas o determinado rendimiento. Finalmente, el beneficio a obtener se corresponderá con la diferencia entre el precio de

ejercicio y el valor de las acciones en el mercado en el momento de ejecución de las opciones. Beneficio que, en principio, es ilimitado, en función de cómo crezca el valor de las acciones, sin que exista ningún tipo de riesgo para el beneficiario.

A pesar de que las stock options pueden aplicarse a la remuneración tanto de directivos y administradores como de cualquier otro trabajador de una empresa, su uso, como sistema retributivo, alcanza su mayor importancia con los primeros. En efecto, los administradores y directivos representan el máximo exponente del conflicto de agencia con los accionistas, al ser éstos, propietarios y aquéllos, no, lo que implica la no coincidencia de intereses, funcionando las stock options como sistema para intentar alinearlos. Sin embargo, la escasa regulación de las retribuciones que pueden percibir los administradores, y sobre todo la ausencia de límites a dichas remuneraciones, ha puesto en tela de juicio el otorgamiento de estos instrumentos retributivos, esencialmente si van dirigidos a los consejeros independientes, ya que podrían comprometer su característica más importante, su independencia.

Las anteriores circunstancias han propiciado que este sistema retributivo haya pasado a ser objeto de crítica por parte de la doctrina, organismos reguladores, políticos, prensa, etc., tanto por su desconocimiento, asociado a su complejo funcionamiento, como por las dudas de efectividad que ha despertado. Estas discrepancias surgen porque se considera que dicho sistema no permite vincular los beneficios con los rendimientos de sus beneficiarios, especialmente, en las épocas de ciclos alcistas de las bolsas. Además, esta figura no se ha reflejado como gasto en las cuentas anuales, en contraposición con el resto de sistemas retributivos, al argumentarse que no hay, en el momento de la entrega, ni salida de efectivo ni, normalmente, adquieren valor las opciones (el precio de ejercicio suele coincidir con el valor de cotización). Fue precisamente la circunstancia de no recoger gasto alguno en las cuentas anuales, la que permitió que grandes empresas de EEUU tuvieran una imagen más favorable, sin perder importantes ahorros impositivos al ser considerados como partida deducible de la base imponible del impuesto de sociedades.

Las stock options, como sistema de participación de los trabajadores en la propiedad de la empresa, permite un estudio multidisciplinar: sociológico, económico, jurídico, y, a partir de las normas emitidas por el IASB, también contable.

Así, por ejemplo, desde el punto de vista jurídico, varias son las disciplinas que pueden abordar su estudio: el derecho civil, ya que se trata de un contrato atípico no regulado expresamente en nuestra legislación; el derecho mercantil, en cuanto a la transparencia y requisitos para su establecimiento, recogidos en la Ley de Sociedades Anónimas; el derecho bursátil, por las exigencias informativas establecidas por el organismo bursátil en los momentos de aprobación, modificación y ejecución de los planes; el derecho del trabajo, en cuanto a si la entrega de opciones sobre acciones deben considerarse como salario o no; y el derecho tributario, por lo que se refiere a si son aplicables o no determinadas deducciones fiscales.

A pesar de todo lo comentado, la figura de las stock options, como remuneración de administradores y directivos, no ha sido regulada de forma eficaz por las legislaciones de los diferentes países, por lo que ha resultado muy importante el tratamiento que ha recibido en los códigos de buen gobierno, surgidos en la mayoría de los países desarrollados.

A nivel contable, a partir del 1 de enero de 2005, tras la decisión de la Unión Europea, será obligatorio, en los estados miembros, el uso de las normas internacionales de contabilidad emitidas por el IASB (tras la reestructuración del IASC) para la elaboración de las cuentas consolidadas de los grupos que coticen en alguna bolsa de valores, dejando libertad a los diferentes países para decidir si ampliar la exigencia al resto de sociedades (individuales y grupos no cotizados). Dentro de este grupo normativo, destaca la NIIF 2 “Pagos basados en acciones” [2005], que viene a regular los sistemas retributivos referenciados al valor de cotización de las acciones, como los planes de stock options. A este fin, la citada norma ha venido a ocupar un vacío legislativo tanto en España como en el resto de los países europeos, lo que ha supuesto la obligatoriedad de contabilizar un gasto en la cuenta de pérdidas y ganancias como consecuencia de la entrega de opciones sobre acciones.

En España, y en un primer momento, se decidió no ampliar la exigencia de las normas internacionales al resto de sociedades, pero, sin embargo, se mantiene la búsqueda de un cuerpo normativo homogéneo, sometiendo a la vigente legislación a una revisión exhaustiva para hacer compatibles ambas normativas. Ahora, nos enfrentamos a la inminente aprobación del nuevo Plan General de Contabilidad, cuyo Borrador (Julio 2007) contiene, en relación con las stock options, la exigencia, de forma similar a como lo hace la

normativa internacional, de recoger un gasto medido a través del valor razonable de los instrumentos del neto.

En este contexto, este trabajo de investigación pretende, partiendo de los antecedentes y del marco teórico de los planes de opciones sobre acciones, y tomando como referencia la literatura previa y las diferentes normas desarrolladas al respecto, profundizar en los novedosos aspectos relativos al tratamiento contable y a las exigencias informativas que se desprenden de la normativa internacional y de la que se hace eco el Borrador del PGC [2007]. Al mismo tiempo, el trabajo pone de manifiesto tanto el grado de cumplimiento y aplicación de dicha normativa por parte de las empresas cotizadas en los mercados españoles como el impacto causado en las cuentas anuales de las mismas.

Con tales objetivos, este trabajo de investigación se presenta en cinco capítulos, precedidos por esta introducción y seguidos por las principales conclusiones que pueden extraerse tanto de la parte teórica como de la parte empírica.

En el primer capítulo, se analizan los antecedentes y el surgimiento de esta figura como sistema retributivo variable a largo plazo, vinculado a la evolución de las acciones en las bolsas de valores y, fundamentalmente, destinada a administradores y directivos. En este contexto, centrándonos, en un primer momento, en la remuneración de los consejeros, debido a la regulación de la misma en la normativa por el conflicto de intereses que puede surgir si el propio consejo de administración fija las remuneraciones de sus miembros, situación permitida en nuestra legislación. Así, se profundiza en cuestiones tales como la constancia estatutaria, la fórmula de aprobación, los sistemas permitidos y los límites máximos para la remuneración de los consejeros, sin olvidar la posible compatibilidad o no de dichas remuneraciones con las que pueden recibir si están vinculados a la sociedad a través de otra relación laboral (de alta dirección o común).

A continuación, se exponen los distintos sistemas retributivos que tradicionalmente se han venido utilizando para remunerar a los consejeros y directivos y su evolución en el tiempo, con las modificaciones sufridas, como los vinculados a la cotización bursátil, donde se encuadran a las opciones sobre acciones, comentando los principales argumentos doctrinales tanto a favor como en contra de su utilización. Finalmente, se recogen las principales recomendaciones sobre la adecuada utilización de estos sistemas retributivos,

recogidas en los códigos de buen gobierno, con especial referencia al contenido del nuevo Código Unificado español (Código Conthe).

Al desarrollo del marco teórico de las opciones sobre acciones se dedican los capítulos segundo y tercero.

En el segundo capítulo, con la finalidad de conocer la configuración de las opciones sobre acciones y el funcionamiento de las mismas se profundiza, por un lado, en sus elementos integrantes y, por otro, en las diferentes modalidades que han ido surgiendo como respuesta a las críticas recibidas respecto de las opciones tradicionales (otorgar beneficios casi desde el mismo momento de la entrega; no vincular el beneficio con el rendimiento; ligar el beneficio a recibir con el valor de la acción, la cual está sujeta a variables que no pueden ser controladas, etc.) y que, por tanto, suponen alguna variación sobre la figura original. A estos efectos, la doctrina cita al menos seis tipos de modalidades de opciones (opciones no tradicionales): premium options; performance-vested options; purchased options; repriceable options; reload options; e indexed options. También han surgido otras figuras, que deben diferenciarse de las opciones sobre acciones propiamente dichas, ya que, aunque aquéllas pueden utilizarse para alcanzar objetivos similares, no cuentan con el mismo funcionamiento ni integran los mismos elementos. Por último, se recogen los requisitos exigidos tanto por el derecho de sociedades como por la legislación bursátil para poder llevar a cabo los planes de opciones sobre acciones como sistema retributivo para empleados.

En el tercer capítulo se expone el estudio de la estructura contractual y de los procedimientos de cobertura de los planes de opciones sobre acciones. En relación con la estructura contractual, se diferencia:

- El Plan de Retribución, que es el documento marco, elaborado por la empresa, y que, posteriormente, servirá para la formalización de los contratos individuales;

- El contrato de opción de compra de acciones que, con carácter individual, y una vez aceptado el plan, vincula a cada uno de los beneficiarios a cumplir todas las cláusulas que en aquél se contengan; y

- El contrato de compraventa de acciones que surgirá, si se ejercitan las opciones sobre acciones, en el correspondiente período de ejercicio.

En este ámbito, se ha prestado especial atención a las diferentes operaciones societarias (ampliaciones de capital, reducciones de capital, split de acciones, pago de dividendos, etc.) que pueden afectar a las condiciones recogidas en el contrato de opción de compra de acciones.

Los procedimientos de cobertura de los planes de opciones sobre acciones que pueden utilizarse son varios: entrega de acciones en cartera de la propia sociedad, ampliación de capital o emisión de obligaciones convertibles en acciones. Además, es frecuente combinar alguno de estos tres tipos de cobertura con la suscripción de algún contrato con una o varias entidades financieras, para asegurar los cambios que se puedan producir en los precios, desde el momento de la concesión del plan hasta el período de ejercicio.

En los últimos tiempos, se ha generalizado otra modalidad de cobertura, consistente en que una determinada entidad financiera realiza la cobertura completa del plan bien mediante la adquisición en el mercado de las acciones de la entidad concedente, para posteriormente ser entregadas a los beneficiarios, o bien acudiendo a la ampliación de capital y suscribiendo las acciones correspondientes, que deberá conservar hasta el momento de la entrega a los beneficiarios. También es posible suscribir un contrato de permuta financiera (“*swap*”) con una entidad financiera para realizar la cobertura del plan.

En el cuarto capítulo se abordan los aspectos relativos al tratamiento contable y a las exigencias informativas de esta figura retributiva recogida en la norma internacional. Previo al análisis del citado tratamiento, se ha creído conveniente profundizar en las diferentes opiniones doctrinales sobre la conveniencia de considerar o no la entrega de opciones sobre acciones como un gasto. Esta discrepancia se ha mantenido durante más de 30 años en EEUU, periodo durante el cual se ha estudiado este sistema retributivo y su tratamiento contable, con la emisión de diversas normas reguladoras, ninguna de las cuales llegó a obligar a registrarlo como gasto conforme lo hace la nueva norma internacional. No fue hasta después de la aprobación de la NIIF 2 cuando el regulador americano modificó su normativa, con el deseo de armonizarla con la europea, en el marco del acuerdo firmado

con el IASB y eliminar el mayor número de diferencias contables posibles. Por otra parte, se han contemplado las diferentes posturas normativas del IASB, del FASB y del ICAC y AECA, sobre la contabilización de las opciones sobre acciones, anteriores a las actuales.

En cuanto a la problemática contable de las opciones sobre acciones, que queda regulada en la normativa internacional, y cuyo fin es sentar las bases sobre la valoración, reconocimiento e imputación temporal de los gastos derivadas de las mismas, se analizan aspectos tales como: el valor razonable como método finalmente elegido para llevar a cabo la valoración del gasto; la fecha en que debe determinarse dicho valor y los factores básicos a tener en cuenta, con especial referencia a la volatilidad y a los dividendos; otros factores a considerar para el cálculo del valor razonable, tales como el ejercicio anticipado o las condiciones a cumplir para llevar a cabo el ejercicio; el gasto final a reconocer; las circunstancias que pueden darse con posterioridad al reconocimiento del gasto (modificaciones en los plazos y condiciones o cancelaciones y liquidaciones de los planes) y su efecto contable; el periodo de contabilización de dicho gasto; y, el registro contable en el momento del ejercicio de las opciones.

Respecto a las exigencias informativas sobre las opciones sobre acciones se expone y analiza la información a incluir en la memoria referente a la naturaleza y alcance, determinación del valor razonable y efecto sobre los resultados de los planes de opciones sobre acciones, así como de las partes vinculadas. Además, se hace referencia a la necesidad de incluir determinada información en el Estado de Cambios en el Patrimonio Neto.

Por último, se recogen los casos relacionados con el gasto reconocido como consecuencia del establecimiento de los planes y el número de opciones, que influirán en el cálculo del ratio “ganancias por acción”, tanto en su versión básica como en la diluida.

En el capítulo quinto se lleva a cabo el estudio empírico. Previamente, se estudian las características de los planes de opciones sobre acciones que se han establecido en nuestro país de cara a conocer el volumen de los planes, los periodos de carencia y de ejercicio, los precios de ejercicio, los beneficiarios, las formas de liquidación, las coberturas utilizadas y las modificaciones y cancelaciones de los planes. Los resultados

son comparados con los obtenidos en trabajos realizados en otros países como Alemania, Estados Unidos, Finlandia, Japón y Singapur.

La utilización de la norma ha provocado ciertos efectos en los estados financieros del ejercicio 2005 de las empresas cotizadas en los mercados españoles, analizándose desde tres puntos de vista: en primer lugar, se analiza la información recogida en la Memoria sobre las características de los planes de opciones sobre acciones, en virtud de los requerimientos establecidos en la normativa internacional, lo que nos permitirá determinar el grado de cumplimiento de la misma; en segundo lugar, cómo ha influido en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias el reconocimiento de este gasto, así como el procedimiento utilizado para llevar a cabo su cálculo; y, en tercer lugar, el impacto que la inclusión del gasto tiene sobre el cálculo de los beneficios por acción (básicos y diluidos) que, con la nueva normativa, pasa a ser obligatorio, y en otros ratios relevantes relacionados directamente con los gastos de personal.

Por último, se presentan las principales conclusiones de este trabajo, sus limitaciones y las posibles extensiones futuras, adjuntando asimismo las referencias bibliográficas que han constituido las fuentes del mismo.

TEMA 1

ANTECEDENTES DE LAS STOCK OPTIONS

1.1. INTRODUCCIÓN

La sociedad anónima ha ido evolucionando a lo largo de los años. De un modelo de “democracia accionarial”, en el que se producía un reparto de competencias entre la Junta General de Accionistas y el Consejo de Administración, por el que el Consejo ejecutaba las decisiones tomadas por los accionistas, se ha pasado al actual modelo “oligárquico”¹, en el que los accionistas han pasado a ser meros propietarios, pero no de la sociedad, sino únicamente de sus acciones [San Sebastián, 1996, p. 104], mientras que el Consejo de Administración asume todas las tareas de gestión.

Esta situación ha sido provocada debido a que los accionistas han ido renunciando al derecho democrático por excelencia, el derecho al voto. Esta renuncia ha estado motivada, entre otras, por las siguientes circunstancias:

- La fragmentación del capital de las grandes sociedades anónimas ha creado multitud de pequeños accionistas, los cuales son “*conscientes, no simplemente de su pequeñez, sino de la ineficacia y del coste de su participación en la vida social*” [Sánchez Calero, 1994b, p. 2367].

¹ Tanto Tusquets [1998a, p. 37] como Sánchez Calero [1994, p. 2367] hablan de “oligarquía” frente a otros autores que hablan de “monarquía” tales como Girón [1965, p. 50], Polo [1965, p. 117] y Duque [1971].

- El escenario económico cambiante como consecuencia de la globalización de los mercados, ha provocado que se incremente la dificultad y urgencia de las decisiones a tomar, situación que requiere de personal cualificado para llevarlas a cabo.

Ante esta situación, el socio renuncia a la gestión de la empresa para convertirse únicamente en inversor, cuyo interés se centra en conocer el valor de cotización de sus acciones, situación que ha provocado el traslado de poder *“hacia el órgano administrativo cuyas funciones y posición se han reforzado en detrimento de las de la Junta General, lo que ha dado lugar a una, también a veces teórica, separación entre propiedad y poder compensada con un sistema de responsabilidad más riguroso”* [Rodríguez Artigas, 1993, p. 92].

El poder se ha ido traspasando no sólo a los miembros del Consejo de Administración, sino también a *“los directores generales, gerentes o técnicos, que a pesar de no tener la condición de accionistas, deciden sobre los asuntos sociales”* [Sánchez Calero, 1994, p. 2368], al ser aquéllos miembros de los diferentes comités que surgen en el seno de los Consejos de Administración como *“órganos de decisión con funciones básicas de información, asesoramiento y seguimiento”* [San Sebastián, 1996, p. 316]. De los comités que pueden formarse, destaca la Comisión Delegada o Ejecutiva, presente en la mayoría de las sociedades anónimas de gran tamaño, con la misión de llevar a cabo las funciones delegadas por el Consejo de Administración y que estará formada por miembros del propio Consejo de Administración.

Tal y como señala el Círculo de Empresarios [2002, p. 8] la *“dispersión, pasividad y falta de interés del pequeño accionista provocadas por su convencimiento de que no puede jugar ningún papel en la junta – ya que el Consejo, favorecido por la normativa vigente sobre delegación de voto, se presenta habitualmente con la mayoría de votos presentes y representados – hace muy difícil cualquier intento de revitalización de la Junta General en su papel de máximo órgano de control de la sociedad”*.

La separación entre propiedad y control puede producir ventajas, como la especialización de las funciones financieras y gerenciales²; sin embargo, esta situación

² A esta ventaja, Iranzo [2004, p. 81] añade otras, como que *“la división del capital en pequeñas porciones permite a los ahorradores participar en actividades empresariales de gran calado; posibilita a las personas*

lleva inherente el riesgo de conflictos de intereses. Además, “*junto a los accionistas significativos, el creciente número de los pequeños inversores y el peso cada vez mayor de los institucionales son factores que introducen tensiones internas en la propiedad de las sociedades*” [Código Olivencia, 1998, p. 7]. Es por todo esto que el conflicto de intereses se produce entre la propiedad (donde se incluyen a todos los accionistas, no sólo a los significativos) y el control (no sólo los miembros del Consejo de Administración, sino todas aquellas personas que deciden sobre los asuntos sociales).

El estudio de la separación entre propiedad y control se ha llevado a cabo a través de la Teoría de la Agencia, que considera a la empresa como “*el conjunto complejo de relaciones contractuales*” [Llebot Majó, 1996, p. 362] tanto de carácter interno (propietarios y trabajadores, propietarios y gestores, etc.) como de carácter externo (propietarios y clientes, propietarios y acreedores, gestores y clientes, etc.), en las que cada sujeto de la relación de agencia busca la maximización de sus intereses, por lo que es inevitable que surjan conflictos entre ellos.

Para solventar los problemas de agencia se han propuesto una serie de mecanismos, internos y externos [Palacín, 2002], entre los que destaca el diseño de contratos de aquellas personas que toman las decisiones en el seno de las empresas, siendo la solución propuesta la de introducir incentivos en los sistemas de compensación para intentar alinear los intereses de éstos con los de los accionistas.

La situación de las grandes empresas ha llevado a que las figuras de los consejeros y directivos se haya “profesionalizado”, ante lo cual han surgido en los últimos tiempos auténticos “mercados de ejecutivos” [Martínez Sanz, 2001, p. 1347], que han hecho evolucionar también las retribuciones que reciben, pudiendo distinguir sistemas tradicionales y contemporáneos.

Los sistemas retributivos que podríamos llamar “tradicionales” son muy variados, pudiendo hablar de sistemas fijos (una cuantía fija anual o entregada periódicamente ya sea mensual, trimestral...), sistemas variables a corto plazo (podemos destacar las “dietas” de asistencia a las juntas, siempre que el cobro dependa del número de reuniones a las que se

más capacitadas, independientemente de sus recursos, a dirigir el gobierno de las empresas, y aumentan las posibilidades de asunción de riesgo mediante la diversificación”.

ha asistido, así como el cobro en función de los beneficios obtenidos por la empresa, o bien, en función de la cifra de ventas o del volumen de negocios o los llamados “bonus” si se alcanzan determinados objetivos) o, bien un sistema mixto, que consistiría en una mezcla de algunos de los anteriores. Sin embargo, últimamente, han surgido otros sistemas retributivos, denominados indirectos o en especie (vivienda, asignación de automóvil, préstamos a bajo interés...) que han llegado a alcanzar una gran importancia en los últimos tiempos.

La preocupación por atraer y retener a los “mejores ejecutivos”, así como a todos aquellos trabajadores considerados clave en una empresa, ha llevado a desarrollar nuevos sistemas retributivos a largo plazo, vinculados a la evolución de la cotización de las acciones al objeto de crear una fidelidad de éstos en la empresa y así conseguir su permanencia en la misma. Esta retribución ha tenido especial expansión en EEUU y Reino Unido, al contar con importantes ventajas fiscales [Ibáñez, 2000, p. 110], y que han llegado posteriormente a los países de Europa, entre ellos a España (finales de los años ochenta), donde a pesar de no haber tenido tanta difusión, ha pasado a tener un peso importante sobre la retribución total.

De entre todos los sistemas retributivos vinculados a la cotización, han sido las stock options las que más polémica han suscitado en todo el mundo, debido fundamentalmente al desconocimiento de dichos elementos y a los ciclos alcistas de las bolsas de valores que han provocado el enriquecimiento de muchos directivos y administradores. A estos efectos, se ha llegado a maquillar la contabilidad para propiciar incrementos en las bolsas de valores y poder así llevar a cabo sus planes de enriquecimiento ilícito.

Las stock options surgieron durante los años 50 en Estados Unidos³ como un sistema novedoso de remuneración a los altos cargos de las empresas cotizadas, utilizándose posteriormente por algunos otros países europeos, sobre todo en Inglaterra. En la actualidad, el uso de este sistema retributivo sigue creciendo, de tal forma que, en

³ En este país, “el valor total de las opciones sobre acciones en poder de directivos o empleados pasó de 59.000 millones de dólares en 1985 a 600.000 millones en 1996, el 90% de las empresas cotizadas en bolsa concedía planes de opciones sobre acciones a sus directivos” [Argandoña, 2000b, p. 58].

Estados Unidos, las opciones sobre acciones conforman una parte importante de la retribución de los altos directivos de las empresas⁴.

Las opciones sobre acciones se utilizan⁵ como sistema retributivo variable, pretendiendo minimizar los costes de agencia, al intentar alinear los intereses de administradores y accionistas, a través de la dependencia de la retribución de los primeros al valor de las acciones, que intentarán incrementar a través de sus decisiones. Sin embargo, cuestión distinta es si, en la práctica, este método consigue alcanzar sus objetivos o no, así como el hecho que no todo son ventajas, ya que este sistema también presenta inconvenientes que habrán de tenerse en cuenta a la hora de establecerlo e implantarlo en una empresa.

Aunque las stock options en sus orígenes iban destinadas a los administradores y altos directivos de las empresas para conseguir alinear los intereses de éstos con los de los accionistas, cada vez son más las empresas que las destinan al resto de empleados, también con el fin de motivarlos y hacerlos partícipes de la propiedad de la empresa así como conseguir que los accionistas y los trabajadores persigan los mismos objetivos.

En España, el conocimiento público del uso de este tipo de sistemas retributivos se produjo al salir a la luz el escándalo de Telefónica⁶, lo que puso en evidencia la falta de regulación de este tipo de remuneración, que hasta entonces no se había planteado. Ante la presión política y de la opinión pública, se produjo la reforma esperada con la Ley

⁴ En el año 1998, *“las opciones no ejercitadas de General Electric que tenía Jack Welch estaban valoradas en más de 260 millones de dólares. Las de Craig Barrett, consejero delegado de Intel, estaban valoradas en más de 100 millones. Michael Eisner ejercitó 22 millones de opciones de compra de acciones de Disney sólo en 1998, lo cual le permitió ganar más de 500 millones de dólares netos”* [Hall, 2000, p. 20].

⁵ Por su parte, en España en 1998 sólo seis de las empresas que forman el IBEX-35 tenían planes de opciones sobre acciones, pasando a ser quince en el año 2000 [Barbat *et al.*, 2000, p. 12] y sigue creciendo.

⁶ Existe gran cantidad de información sobre el caso Telefónica en artículos periodísticos (*“Villalonga prometió pagar las opciones sobre acciones para sus directivos en 10 días y en metálico”*, Diario El País, 23-11-1999; *“El próximo consejo de Telefónica modificará los planes de incentivos que diseñó Villalonga”*, Diario El País, 12-11-1999; *“El plan de opciones para los empleados de Telefónica arranca con 10 meses de retraso”*, Diario El País, 11-12-2000; *“El principio del final a costa de las opciones sobre acciones”*, Diario El País, 27-7-2000; *“Telefónica ampliará el actual plan TOP de opciones sobre acciones para ejecutivos”*, Diario El País, 19-4-2000; *“Villalonga dispone de opciones sobre acciones de Telefónica por valor de 3.500 millones”*, Diario El País, 5-2-2000; etc.) así como Ibáñez Jiménez hace un estudio sobre el tema en su libro *“Stock options: regulación, economía, política retributiva y debate social”*, p. 253 y siguientes.

55/1999⁷, que modificó la Ley de Sociedades Anónimas (LSA, en adelante) y la Ley del Mercado de Valores, y cuyo objetivo era implantar la transparencia en los mercados de valores, sometiendo a estos sistemas retributivos al cumplimiento de una serie de requisitos, como, por ejemplo, a la aprobación por parte de la Junta General de Accionistas. A pesar de la reforma, la opinión de la doctrina ha sido mayoritariamente crítica al considerar que no se han tratado todos los aspectos que deberían haber sido regulados.

El uso de las stock options, como sistema retributivo, alcanza su mayor importancia si son los administradores o altos directivos de las sociedades los que las reciben. Por un lado, porque son éstos los que representan el máximo exponente del conflicto de agencia con los accionistas, al ser éstos propietarios y aquéllos no, por lo que no buscan los mismos intereses, funcionando las stock options como sistema para intentar alinear los intereses de ambos. Por otro lado, la escasa regulación de las retribuciones que pueden percibir los administradores, sobre todo la ausencia de límites a dichas remuneraciones, ha puesto en tela de juicio el otorgamiento de estos instrumentos retributivos, sobre todo si van dirigidos a los consejeros independientes, ya que podrían precisamente, comprometer su característica más importante, su independencia.

La escasa regulación de las retribuciones de los administradores ha provocado que este tema sea tratado por parte de los diferentes organismos reguladores (gobiernos y otras autoridades) e instituciones reguladas (empresas y sus asociaciones), a través de informes que contienen recomendaciones sobre la buena conducta de las empresas, denominados “códigos de buen gobierno”. Así lo recoge Olivencia [2003, p. 33] al establecer que *“es, precisamente, en estas materias, de escasa regulación legal, amplio campo para la autonomía de la voluntad, donde aparece un conflicto de intereses entre sociedad y administradores, consistente en este caso en el simultáneo pago y percibo de remuneraciones, y falta transparencia de la realidad, donde más sentido tienen los códigos de conducta y, a la vez, mayor resistencia pueden encontrar sus recomendaciones en los destinatarios interesados”*.

⁷ Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y de Orden Social.

Esta forma de proceder ha surgido en todos aquellos países que cuentan con algún mercado de valores más o menos desarrollado. El origen de estos informes está en la sucesión de diferentes escándalos financieros acaecidos recientemente, que hicieron surgir una primera oleada de códigos, los cuales, tal y como se ha demostrado posteriormente, no se siguieron en la mayoría de los casos, propiciando nuevos escándalos que ha hecho que determinados países se planteen llevar a cabo medidas vinculantes en cuanto al cumplimiento de determinadas conductas coherentes con la verdadera situación económica relativas a la contabilidad y auditoría.

1.2. LA FIGURA DEL ADMINISTRADOR O CONSEJERO

El traslado del poder de gestión hacia el órgano de administración y el desarrollo de los mercados de valores, junto con la globalización de las economías, han puesto de manifiesto la necesidad de que los administradores sean personas cualificadas y preparadas para el puesto, ya que *“se precisa capacidad técnica para coordinar y poner en funcionamiento los medios materiales y personales que se ponen en manos de los órganos de administración mediante las aportaciones de los socios, que ceden la dirección en espera de un dividendo que les corresponde de los beneficios que obtiene la sociedad”* [Medina Aína, 2001, p. 147]. La cualificación de una determinada persona para desempeñar el puesto de consejero se ha basado en el establecimiento de una serie de características, tales como poseer determinados conocimientos, aptitudes, destrezas y hábitos⁸.

⁸ Según el modelo clásico norteamericano que establece que las características básicas que debe poseer un consejero son “knowlegde, attitudes, skills and habits”. Estas características suponen [Fernández Romero, 2004, p. 174]:

- Conocimientos: macroeconomía, contabilidad y cálculo económico, técnicas de gestión, legislación y derecho. También deben poseer experiencia de empresas.
- Aptitudes: creatividad, asunción de riesgos, objetividad, independencia y compromiso.
- Destrezas: relaciones interpersonales, habilidades de negociación, trabajo en equipo y capacidad de comunicación.
- Hábitos: sensibilidad social, mentalidad económica, preocupación por el futuro, prudencia, dedicación y esfuerzo.

Dentro del Consejo de Administración se distinguen dos tipos de consejeros⁹, internos y externos.

Los consejeros internos o ejecutivos son los “*encargados de la gestión empresarial y que se dedican de forma profesional y exclusiva a esta tarea*” [Fernández Armesto, 2004, p. 194], por lo que aportan al Consejo sus conocimientos sobre la gestión de la empresa al estar mejor informados y permiten alcanzar “*un mejor flujo de información entre los gestores y los supervisores, permitiendo igualmente a los consejeros una mayor evaluación de la calidad profesional y potencial futuro de la alta dirección*” [Maseda y Arosa, 2003, p. 8]. A pesar de estos argumentos a favor de la presencia de los consejeros ejecutivos en los Consejos de Administración, es generalizada la recomendación de que éstos no tengan una presencia mayoritaria, para dar paso a los consejeros externos. Así, la realidad¹⁰ muestra que se va reduciendo el número de consejeros ejecutivos dando paso, sobre todo, a un mayor número de consejeros independientes.

Por su parte, los externos comprenden los dominicales y los independientes. Los dominicales “*pueden ser personas físicas, familias, empresas o grupos financieros con participaciones significativas en el capital de una empresa*” [Cuervo, 2004, p. 122]. Los independientes son aquéllos que no están relacionados con la gestión de la empresa y, normalmente, se dedican a la gestión a tiempo parcial, pudiendo aportar su capacidad para examinar con imparcialidad y a distancia la labor llevada a cabo por los directivos.

El Código Olivencia estableció una clasificación dentro de los consejeros externos, distinguiendo entre dominicales e independientes, aunque esa “*distinción era una realidad ya con anterioridad*” [Fernández Armesto, 2004, p. 194], sin perjuicio de que pudieran existir otro tipo de consejeros externos como, por ejemplo, los representantes institucionales. El actual Código Unificado de Buen Gobierno [2006] recoge las siguientes definiciones de estos dos tipos de consejeros¹¹:

⁹ El TRLSA sólo distingue dos clases de consejeros, los que tienen funciones delegadas y aquellos que carecen de delegación, en virtud del Art. 141.2.

¹⁰ Según la encuesta realizada por Spencer Stuart [2004] sobre una muestra de 90 empresas españolas (incluidas todas las empresas del IBEX-35 salvo ARCELOR) que cotizan en bolsa, el 58% de las empresas encuestadas tienen menos de 3 consejeros ejecutivos en sus Consejos de Administración.

¹¹ Recogido en el epígrafe “III. Definiciones” del Código Unificado de Buen Gobierno [2006].

1) Consejeros dominicales. Se considerarán consejeros dominicales cuando cumplan alguna de las siguientes premisas:

a) Posean una participación accionarial superior o igual a la que se considere legalmente como significativa o que hubieran sido designados por su condición de accionistas, aunque su participación accionarial no alcance dicha cuantía.

b) Representen a accionistas de los señalados en el párrafo anterior. Se presumirá que el consejero representa a un accionista cuando:

- Hubiera sido nombrado en ejercicio del derecho de representación.
- Sea consejero, alto directivo, empleado o prestador no ocasional de servicios a dicho accionista, o a sociedades pertenecientes a su mismo grupo.
- De la documentación societaria se desprenda que el accionista asume que el consejero haya sido designado por él o le representa.
- Sea cónyuge, persona ligada por análoga relación de afectividad, o pariente hasta de segundo grado de un accionista significativo.

2) Consejeros independientes. La introducción de la figura de los consejeros independientes¹² en el Consejo de Administración, idea exportada del modelo angloamericano, se ha basado en considerar *“que sólo la presencia en el Consejo de personas de reconocido prestigio e independientes tanto respecto de los administradores como de los socios principales, podrá garantizar una gestión sometida a control y efectivamente encaminada a satisfacer los intereses de los accionistas”* [Recalde, 1999, p. 178].

El Código Unificado de Buen Gobierno [2006] los define como aquéllos que, designados en atención a sus condiciones personales y profesionales, puedan desempeñar

¹² La desvinculación del consejero independiente debe ser demostrable *“tanto en las relaciones significativas o directas como en las aparentes o indirectas. Entre las primeras destacan, entre otras: a) los lazos familiares con los ejecutivos; b) ser socios en negocios comunes; c) ser proveedores o clientes significativos; d) asesorar o asistir profesionalmente a la dirección de la empresa; y entre las segundas, tener intereses personales o profesionales comunes con la dirección de la empresa que generen fuerzas de poder económico, ideológico o emocional que puedan afectar a su independencia de juicio”* [Bueno, 2001, p. 310].

sus funciones sin verse condicionados por relaciones con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos.

La sugerencia de incorporar “directores independientes” en el órgano de administración de la sociedad se encuentra recogido en los códigos de buen gobierno vigentes en todos los países que poseen un mercado de capitales relevante. La figura española de “directores independientes”, *“si bien, contiene elementos comunes, presenta marcadas diferencias respecto de los “non-executive directors” de Gran Bretaña y los “outside directors” de los EEUU”* [Aguerre, 2000, p. 1]. Podría definirse al director independiente como *“aquel integrante del órgano de dirección de la sociedad que no tiene vínculo alguno con el grupo que le controla ni con el management que lo gestiona, que no desempeña en ella tareas ejecutivas y que goza de capacidad de decisión y peso propio, con los que ejerce la función de equilibrio ante los diversos intereses que confluyen en el seno de un directorio”* [Aguerre, 2000, p. 2]. Sin embargo, que el director independiente no esté vinculado a la sociedad no quiere decir que no pueda ser accionista.

El problema fundamental que presentan este tipo de consejeros es el de definir su independencia, por lo que la solución adoptada por muchos de los códigos de buen gobierno ha sido la de fijar una serie de condiciones a cumplir. De esta forma, el Informe Aldama [2003, p. 34] en su día estableció una serie de condiciones que debían cumplirse para que un determinado consejero pudiese ser considerado como independiente. En la actualidad, el Código Unificado de Buen Gobierno [2006, p. 39] ha ampliado ese listado especificando al máximo diversas situaciones en las que no es posible considerar al consejero como independiente (ver *Cuadro 1.1*).

La función primordial de los consejeros independientes es la de *“hacer valer los intereses de los accionistas minoritarios en el consejo de administración, así como velar por el interés general de la empresa”* [Bueno, 2001, p. 310], aunque sería importante que además de funciones de control, recibiesen también *“responsabilidades respecto a la dirección, pudiendo realizar tareas de asesoramiento o de asentamiento de negocios”* [Iranzo, 2004, p. 83].

En definitiva, los consejeros dominicales representan a los accionistas o grupos de accionistas de control (accionistas significativos) y los consejeros independientes, a los

intereses del capital flotante (accionistas ordinarios), por lo que debe existir el mismo equilibrio en el Consejo que el presente en el accionariado.

CUADRO 1.1

REQUISITOS PARA SER CONSEJERO INDEPENDIENTE EN EL CÓDIGO UNIFICADO DE BUEN GOBIERNO ESPAÑOL [2006]

NO TENDRÁN CONDICIÓN DE CONSEJERO INDEPENDIENTE

a) Hayan sido empleados o consejeros ejecutivos de sociedades del grupo, salvo que hubieran transcurrido 3 o 5 años, respectivamente, desde el cese en esa relación.

b) Perciban de la sociedad, o de su mismo grupo, cualquier cantidad o beneficio por un concepto distinto de la remuneración de consejero, salvo que no sea significativa.

No se tomarán en cuenta los dividendos ni los complementos de pensiones que reciba el consejero en razón de su anterior relación profesional o laboral, siempre que tales complementos tengan carácter incondicional y, en consecuencia, la sociedad que los satisfaga no pueda de forma discrecional, sin que medie incumplimiento de las obligaciones, suspender, modificar o revocar su devengo.

c) Sean o hayan sido durante los últimos 3 años, socio del auditor externo o responsable del informe de auditoría, ya se trate de la auditoría durante dicho período de la sociedad cotizada o de cualquier otra sociedad de su grupo.

d) Sean consejeros ejecutivos o altos directivos de otra sociedad distinta en la que algún consejero o alto directivo de la sociedad sea consejero externo.

e) Mantengan, o hayan mantenido durante el último año, una relación de negocios importante con la sociedad o con cualquier sociedad de su grupo, ya sea en nombre propio o como accionista significativo, consejero o alto directivo de una entidad que mantenga o hubiera mantenido dicha relación. Se considerarán relaciones de negocios las de proveedor de bienes o servicios, incluidos los financieros, la de asesor o consultor.

f) Sean accionistas significativos, consejeros ejecutivos o altos directivos de una entidad que reciba, o haya recibido durante los últimos 3 años, donaciones significativas de la sociedad o de su grupo. No se considerarán incluidos en esta letra quienes sean meros patronos de una Fundación que reciba donaciones.

g) Sean cónyuges, personas ligadas por análogas relación de afectividad, o parientes hasta de segundo grado de un consejero ejecutivo o alto directivo de la sociedad.

h) No hayan sido propuestos, para su nombramiento o renovación, por la Comisión de Nombramientos.

i) Se encuentren, respecto a algún accionista o representado en el Consejo, en alguno de los supuestos señalados en las letras a), e), f) o g) de esta Recomendación. En el caso de la relación de parentesco señalada en la letra g), la limitación se aplicará no sólo respecto al accionista, sino también respecto a sus consejeros dominicales en la sociedad participada.

Los consejeros dominicales que pierdan tal condición como consecuencia de la venta de su participación por el accionista al que representaban sólo podrán ser elegidos como consejeros independientes cuando el accionista al que representaran hasta ese momento hubiera vendido la totalidad de sus acciones en la sociedad. Un consejero que posea una participación accionarial en la sociedad podrá tener la condición de independiente, siempre que satisfaga todas las condiciones establecidas en esta Recomendación y, además, su participación no sea significativa.

Fuente: Código Unificado de Buen Gobierno [2006, p. 39]

1.3. DETERMINACIÓN DE LOS SISTEMAS TRADICIONALES DE RETRIBUCIÓN DE LOS CONSEJEROS

En términos generales se suele hablar de remuneraciones de administradores, sin que establezca en la diferente legislación distinción entre los internos o ejecutivos y los externos, aspecto que no se ajusta a la realidad empresarial, ya que es cierto que *“la remuneración de consejeros internos y externos difiere radicalmente, pues diferente es su dedicación, diferentes sus tareas, diferentes sus contribuciones al éxito de la empresa, y diferentes las críticas mediáticas”* [Fernández Armesto, 2004, p. 195].

Antes de estudiar los distintos sistemas retributivos que existen en la práctica, debemos dedicar unas líneas a varios aspectos fundamentales, como la gratuidad u onerosidad del cargo de administrador, a qué órgano social corresponde la determinación de las retribuciones de los administradores en el seno de la empresa, la libertad existente a la hora del establecimiento tanto del sistema retributivo como de la cuantía a entregar y, por último, qué sucede en el caso de la concurrencia de dos relaciones con la sociedad (administrador y otra relación laboral).

1.3.1. Fijación en los estatutos de los sistemas retributivos

En algunos ordenamientos, como el español, se presume la gratuidad del cargo del administrador (Art. 9.h) y 130 TRLSA¹³). Este precepto puede sorprender en los tiempos actuales, sobre todo en el caso de las sociedades que cotizan en bolsa, ya que *“ni responde a la naturaleza del administrador ni se compagina bien con el mayor riesgo que se introduce en el régimen de responsabilidad de los mismos”* [Martínez Sanz, 2001, p. 1344]. De hecho, en la práctica¹⁴ no siempre se lleva a cabo, siendo frecuente que los administradores tengan su remuneración. Por ello, este precepto recibe *“la crítica de la*

¹³ Así estaba establecido en el Art. 74 de la anterior Ley de Sociedades Anónimas de 1951.

¹⁴ Según un estudio realizado por la consultora Deloitte [2004c] sobre el seguimiento de las recomendaciones del buen gobierno corporativo, sólo el 2,08% de las empresas cotizadas no remunera a los miembros del Consejo de Administración.

mayoría de la doctrina por su inadecuación a las actuales circunstancias de profesionalización de la función de administrador y al régimen de responsabilidad al que está sometida” [Medina Aína, 2001, p. 148].

La gratuidad del cargo del administrador no sólo se establece en nuestro ordenamiento, sino también en el británico. En ambas legislaciones impera la gratuidad, salvo que se establezca lo contrario en los estatutos. Sin embargo, en la legislación británica es suficiente con alguna previsión estatutaria (e incluso, en su defecto, por acuerdo de la Junta General de Accionistas) sin necesidad de fijar el sistema de retribución, mientras que nuestra legislación es mucho más rigurosa en ese aspecto.

A pesar de que el Art. 130 del TRLSA establece que *la retribución de los administradores deberá ser fijada en los estatutos*, el apartado *h)* del Art. 9 del TRLSA dispone que se hará constar el “sistema”, lo que ha interpretado la doctrina¹⁵, y así ha sido ratificado por el Art. 124.3 del Reglamento del Registro Mercantil¹⁶ (en adelante, RRM), que los estatutos deben recoger *“la naturaleza y las normas precisas referentes al procedimiento de determinación de dicha retribución”* [Sánchez Calero, 1994a, p. 161], y no la cuantía exacta de remuneración, ya que, en caso contrario, habría que modificar constantemente los estatutos ante el mínimo cambio en la remuneración. A pesar de esta interpretación por la doctrina, la Dirección General de los Registros y del Notariado (DGRN) ha venido interpretando con mucha rigidez la exigencia de los Art. 130 y 9.h) del TRLSA y 124.3 del RRM, llegando a establecer que *“diversas cláusulas estatutarias por su inconcreción eran contrarias a las disposiciones legales”* quedando constancia en muchas de las resoluciones emitidas¹⁷. En resumen, no son cláusulas inscribibles [Andújar, 2002a, p. 91]:

¹⁵ Así lo entienden los siguientes autores: Sánchez Calero [1994a, p. 161]; Juste Mencía [1999, p. 503]; Medina Aína [2001, p. 152]; López de Medrano [1992, p. 10142]; Martínez Sanz [2001, p. 1347]; Tusquets [1998a, p. 129], etc.

¹⁶ RD 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil.

¹⁷ Algunos ejemplos de las resoluciones han sido los siguientes [Sánchez Calero, 1994a, p. 167; Tusquets, 1998a, p. 127]:

- La Resolución de 18 de febrero de 1991 (Rep. A. 1.686) consideró no inscribir una cláusula en la que no quedaba claro si el administrador estaba remunerado o no así como no se establecía claramente el sistema retributivo a aplicar. Similares a ésta, podemos mencionar las Resoluciones de 20 de marzo (Rep. A. 2.626), de 25 de marzo (Rep. A. 2.628) y de 26 de julio de 1991 (Rep. A. 5.448).

- a) *La que fije la posibilidad de escoger alternativamente entre dos sistemas retributivos.*
- b) *La que atribuya a la junta general la facultad de fijar el concreto sistema de retribución.*
- c) *La que establezca la gratuidad del cargo sin perjuicio de los sueldos que la junta, en su caso, pueda acordar en función de los resultados del ejercicio, etc.*

Por último, la retribución a los administradores será igual para todos ellos, salvo que se establezca lo contrario en los estatutos (según Art. 124.3 del RRM).

En contra de la presunción de la gratuidad del cargo presente en las legislaciones española y británica, en otros ordenamientos, tales como el italiano y el francés, las leyes establecen que el cargo de administrador es oneroso.

La obligación de la constancia estatutaria de las retribuciones de los administradores en la legislación española ha sido justificada por el hecho de proteger los intereses tanto de los socios como de los administradores [Alcover, 1995, p. 142]. Por el lado de los socios, el hecho de hacer constar los sistemas retributivos, además de proporcionarles información, impide que se establezcan otras retribuciones al margen de los estatutos [Roncero, 1999, p. 349]. Para los administradores, supone la garantía contra las decisiones que pretendan privarles de la remuneración por una mala gestión o un cambio en las circunstancias en el momento de la concesión.

Sin embargo, el conflicto no termina con la inclusión en los estatutos del sistema de retribución, ya que también estará presente en el momento de la determinación de la cuantía a percibir, sobre todo, si ésta se produce en un momento posterior al período en que se han prestado los servicios. De ahí que la solución aportada para evitar situaciones perjudiciales para alguna de las partes, es *“añadir a la formulación del sistema el que la determinación de la cuantía sea anterior a los servicios prestados por los administradores”* [Juste Mencía, 1999, p. 505].

- La Resolución de 4 de octubre de 1991 (Rep. A. 7.493) rechazó los estatutos por prever sistemas que la Junta podía acumular.
- La Resolución de 20 de febrero de 1991 (Rep. A. 1.690) estableció que no era suficiente la mera previsión de un límite máximo de la retribución sin indicar cuál será el contenido de ésta.
- Tampoco se ha admitido la cláusula en la que la Junta General puede otorgarle cantidades si la marcha de la sociedad es económicamente favorable, según la Resolución de 17 de febrero de 1992 (Rep. A. 1.531).

En cualquier caso, en opinión de Sánchez Calero [1994a, p. 164] podría ser impugnabile “*cualquier acuerdo de la Junta General y, por supuesto, cualquier decisión de los propios administradores sobre su retribución, que no pueda encuadrarse dentro de lo previsto en los estatutos*”.

1.3.2. Órgano encargado de determinar los sistemas retributivos

La legislación española no recoge expresamente qué órgano es el encargado de fijar la remuneración para los administradores, aunque, en la práctica, no es extraño que sean los Consejos de Administración quienes fijen su propia remuneración, lo cual entraría en el terreno de la autocontratación, aspecto, por otro lado, que tampoco se considera en nuestro ordenamiento como ilícito. La doctrina se encuentra dividida entre aquéllos que consideran que debe ser la Junta General quien determine la remuneración, apoyándose tanto en el tema del conflicto de intereses como en el contenido del Proyecto Modificado de la Quinta Directiva¹⁸, y aquellos que consideran que puede el Consejo de Administración fijar la remuneración, ya que, posteriormente, su ratificación está sujeta a que la Junta General de Accionistas apruebe las Cuentas Anuales, al tener que recogerse en la Memoria (Art. 200.12ª TRLSA) “*el importe de los sueldos, dietas y remuneraciones de cualquier clase devengados en el curso del ejercicio por los miembros del órgano de administración*”. Esta segunda postura ha sido criticada ya que la ratificación de las Cuentas Anuales por parte de la Junta General de Accionistas presenta algunas deficiencias [Roncero, 1999, p. 357; Sánchez-Calero, 2006, p. 50]:

- La información recogida en las Cuentas Anuales sobre la retribución es una información global que, en ningún caso, permite saber el importe que percibe cada uno de los consejeros.

¹⁸ El Proyecto Modificado de Quinta Directiva prevé “*que ni los órganos de dirección ni los de vigilancia puedan fijar la remuneración de sus propios miembros, ni el de dirección fijar la del de vigilancia*” [Medina Aína, 2001, p. 153].

- Lo que se sometería a aprobación sería un importe ya devengado y, en muchos casos, ya satisfecho, con lo que, en ningún caso, la Junta podría decidir ni modificar esos importes.
- La aprobación de las Cuentas Anuales por parte de la Junta no significa que ésta esté de acuerdo con el importe de las retribuciones, sino que acepta la imagen del patrimonio que en ellas se refleja.

En definitiva, nada impide que sea el Consejo de Administración quien fije la remuneración, sin embargo, la lógica impone que debería ser la Junta General de Accionistas quien tomase esta decisión.

Por su parte, la legislación británica fija la remuneración bien por previsión estatutaria o por acuerdo de la junta general, siendo éste “*el órgano que tiene la facultad de determinar “a priori” la cantidad concreta que van a recibir en pago los administradores de la entidad, y al mismo tiempo, es quien ostenta “a posteriori”, un papel de vigilancia sobre la legitimidad de las cantidades que los administradores hubieran percibido*” [Huerta y Villiers, 1995, p. 13492]. No obstante, cada vez es más frecuente que estas tareas sean llevadas a cabo por los Comités de Retribución, órgano que surge de los Códigos de Buen Gobierno y, posteriormente, ser ratificados por la Junta General de Accionistas.

La legislación italiana¹⁹ recoge que los administradores tendrán derecho a la retribución que se establezca en los estatutos y, en el caso de que los estatutos no lo recojan, podrá ser la Junta General Ordinaria la encargada de determinarla, llegando incluso a establecer que, si no se determina por ninguna de las dos vías anteriores, podrán los administradores acudir a la autoridad judicial competente para que sea ésta quien decida la remuneración [Tusquets, 1998a, p. 67]. Por su parte, la legislación francesa²⁰ otorga al Consejo de Administración la competencia para el reparto entre sus miembros de las cantidades globales que corresponden a los administradores [San Sebastián, 1996, p. 206], si bien el derecho a la retribución nace del acuerdo tomado por el Consejo de Administración aunque el importe global lo fijará la Junta General [Tusquets, 1998a, p.

¹⁹ En sus artículos 2.364.I núm. 3 y 2.883.III del Codice Civile.

²⁰ Recogido en la Ley de 24 de julio de 1996.

95], pudiendo, por otra parte, también el Consejo autorizar el reembolso de los gastos realizados por los administradores en interés de la sociedad (Art. 93, D. 1.967) [Sánchez Calero, 1994a, p. 172].

1.3.3. Libertad al establecimiento de los sistemas y cuantía de la retribución.

A pesar de la exigencia de que los sistemas retributivos se fijen en los estatutos, existe una gran libertad para establecer cualquier sistema de remuneración, sin que existan especificaciones al respecto, a excepción del supuesto de participación de los beneficios. Tampoco existen límites cuantitativos legales a la libertad estatutaria, en contra de lo que sucede para las sociedades de responsabilidad limitada, para las que “*cuando la retribución tenga como base una participación en los beneficios, los estatutos determinarán concretamente su participación que, en ningún caso, podrá ser superior al diez por ciento de los beneficios repartibles entre los socios*”²¹.

Esta circunstancia de libertad cuantitativa puede dar como resultado “*situaciones injustas, bien porque la remuneración de los administradores sea excesiva o por todo lo contrario*” [Sánchez Calero, 1994a, p. 166]. A esta situación, ha respondido la jurisprudencia²², estableciendo determinados límites, siempre que “*la retribución alcance una proporción desorbitada en relación con su función y que con ello se lesionen los intereses sociales y el de los accionistas minoritarios en beneficio de los accionistas mayoritarios*” [Polo, 1992, p. 201], por lo que la fijación de la cuantía retributiva deberá respetar, al menos, el interés social y el carácter ético y no abusivo del derecho ejercitado, que debe primar en toda conducta [López de Medrano, 1992, p. 10153].

²¹ Art. 66 de la Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada (BOE 24-3-1995).

²² Pueden verse las SSTs de 1 de julio de 1963 y del 17 de mayo de 1979.

1.3.4. Retribuciones de los administradores vinculados por una relación laboral.

La relación establecida entre el administrador o consejero y la empresa es de carácter jurídico-mercantil “denominada de administración, cuyo contenido obligacional se integra por lo dispuesto en los textos legales societarios y por lo dispuesto, en su caso, en los estatutos e incluso en el acto de nombramiento” [Alcover, 1995, p. 134]. A su vez, el administrador podría acumular otras relaciones con la sociedad, ya sea en virtud de una relación laboral de alta dirección²³ o una relación laboral común.

En el caso de acumular relación mercantil y laboral de alta dirección, esta situación es aceptada por la normativa laboral y societaria, sin embargo, la jurisprudencia²⁴ mayoritaria y la doctrina²⁵ han puesto tope a la posibilidad de acumular ambas relaciones. En estos casos, desde que el directivo pasa a ser miembro del consejo de administración “la absorción de las funciones directivas por la relación societaria determinará que su retribución haya de sujetarse a la exigencias de ésta, es decir, fundamentalmente el Art. 130 LSA, se exige que el sistema de remuneración de los administradores conste íntegramente en los estatutos y a la necesidad de que la totalidad de la remuneración sea aprobada por los procedimientos y los órganos legal y estatutariamente previstos” [Fernández Armesto, 2004, p. 201]. En términos similares, Martínez Sanz [2001, p. 1349] considera que “el intento de acumular la condición orgánica de administrador y la de trabajador al amparo del régimen laboral especial de alta dirección, las más de las veces, resultará incompatible, por identidad de funciones y ausencia de dependencia”.

²³ Según la definición del Art. 1.2 del RD 1382/1985, de 1 de agosto, por el que se regula relación laboral de alta dirección, “se considera personal de alta dirección a aquellos trabajadores que ejerciten poderes inherentes a la titularidad jurídica de la empresa, y relativos a los objetivos generales de la misma, con autonomía y plena responsabilidad sólo limitados por los criterios e instrucciones directas emanadas de la persona o de los órganos superiores de gobierno y administración de la entidad que respectivamente ocupe aquella titularidad”.

²⁴ SSTs de 29 de septiembre de 1988, 25 y 26 de junio de 1989, 27 de julio y 5 de noviembre de 1990, 21 de enero de 1990, 21 de enero de 1991, 13 de mayo de 1991, 3 de junio de 1991, 18 de junio de 1991, 27 de enero de 1992, 22 de diciembre de 1994, 4 de junio de 1996, 29 y 30 de enero, 14, 23 y 26 de mayo y 19 de septiembre de 1997.

²⁵ Entre otros, Sánchez Calero [1994a, p. 165], Alcover [1995, p. 135], Juste Mencía [1999, p. 509], Roncero [1999, p. 345], Martínez Sanz [2001, p. 1349], Fernández Armesto [2004, p. 201] etc. En contra Huerta y Villiers [1995, p. 13497] que establecen que “si realmente un administrador tiene un nivel de dedicación y de esfuerzo a favor de la sociedad más elevado que sus compañeros, es equitativo que se vea protegido por un contrato de trabajo, y que su remuneración sea también más elevada”.

A pesar de esta imposibilidad, la realidad societaria muestra una situación diferente, ya que *“los consejeros-delegados o administradores-ejecutivos con frecuencia suscriben contratos, que se califican de “alta dirección”, en los que se dice que son compatibles e independientes de la relación puramente mercantil de administrador, y en los que se fijan no sólo las remuneraciones a percibir, sino también las indemnizaciones que han de percibir en la hipótesis de que la Junta General les haga cesar como consejeros-delegados* [Sánchez Calero, 1994a, p. 165]. La fijación de las remuneraciones de los consejeros al margen de los estatutos no tendrá validez, siendo *“totalmente ineficaces los pactos que a tal efecto hayan podido establecerse entre las partes”* [Tusquets, 1998a, p. 249]. Una posible solución a esta situación sería que el Consejo de Administración, siempre que esté autorizado, distribuya la retribución *“como lo crea más oportuno en función de la distribución del trabajo entre sus miembros”* [Polo, 1992, p. 195], ya que ninguna norma exige la igualdad retributiva, ahora bien, siempre y cuando dicho reparto desigual esté previsto en los estatutos²⁶.

Cuando el administrador se encuentra vinculado con la sociedad mediante una relación laboral común, serán compatibles las remuneraciones percibidas por la relación mercantil, con las que se perciban *“cuando el administrador desarrolla, como consecuencia del vínculo laboral, una actividad diversa a la de administración de la sociedad”* [Sánchez Calero, 1994a, p. 164]. En estos casos, se entregará al administrador *“las remuneraciones devengadas conforme al sistema estatutario, junto con las pactadas por el ejercicio de estas otras tareas”* [Juste Mencía, 1999, p. 508]²⁷.

²⁶ Así lo recoge la empresa PULEVA, S.A. en el Art. 39 de sus Estatutos Sociales al establecer que la retribución establecida *“se distribuirá por acuerdo mayoritario del Consejo de Administración entre los consejeros, en atención a la dedicación de cada uno de ellos. La retribución establecida en el presente artículo podrá ser total o parcialmente renunciada por acuerdo unánime del propio Consejo o a título personal por cualquiera de sus miembros”* [Folleto Informativo, 1999, p. 101].

²⁷ Puede verse el caso de la empresa CAMPOFRÍO, S.A. que, en el Art. 25 de sus Estatutos Sociales, una vez fijados los sistemas retributivos aplicables a los miembros del Consejo de Administración, añade que *“lo anterior no impedirá ni limitará cualquier otra remuneración que la sociedad acuerde con sus consejeros en el ámbito de una relación laboral o por la prestación de servicios profesionales concretos”* [Folleto Informativo, 2000, p. VI-5], en cualquier caso, no se especifica si se hace referencia a una relación laboral común o de alta dirección.

1.4. LOS SISTEMAS TRADICIONALES DE RETRIBUCIÓN DE CONSEJEROS Y DIRECTIVOS.

Los sistemas retributivos que podríamos llamar como tradicionales son muy variados, como ya hemos comentado, pudiendo hablar de sistemas de retribución fija, cuando se entrega una cuantía fija anual o periódica (mensual, trimestral, etc.), sistemas de retribución variables a corto plazo entre los que destacan las “dietas” de asistencia a las juntas, el cobro en función de los beneficios obtenidos por la empresa, en función de la cifra de ventas o del volumen de negocios. También podría establecerse un sistema mixto que consistiría en una mezcla de varios de los sistemas anteriores. Sin embargo, en los últimos tiempos, han surgido con gran fuerza los sistemas retributivos en especie tales como la asignación de un automóvil, seguros médicos, préstamos a bajo interés, etc.

1.4.1. Retribución fija.

La retribución fija puede consistir en una cantidad de dinero a percibir en una sola vez o periódicamente (mensual, trimestral, semestral,...) durante el ejercicio, y que suele denominarse “sueldo”²⁸. También pueden considerarse como retribución fija las dietas por asistencia a las sesiones del órgano de administración, cuando éstas consisten en una cantidad fija. Éste es el caso del ordenamiento francés, en el que las “*jetons de présence*” se consideran remuneración fija, en la “*medida en que se trata de cantidades fijas para la totalidad del ejercicio que se devengarán aunque no se asista a las sesiones*” [López de Medrano, 1992, p. 10155].

Tanto en la legislación española como británica, en las que se presume la gratuidad de los administradores, se dispone que para remunerar con un sueldo fijo, este sistema debe recogerse estatutariamente, pudiendo su determinación ser objeto de dos puntualizaciones:

²⁸ “El sueldo puede ser o no retribución salarial. Si es salarial, remuneraría el trabajo del administrador en sentido jurídico-laboral. Si no lo es retribuiría al administrador el ejercicio de la condición de administrador, no sujeto al derecho laboral, esto es, la aceptación del cargo, el ejercicio de las facultades representativas inherentes al mismo y la asunción de las responsabilidades que frente a la sociedad, los socios y los terceros conlleva el status jurídico de administrador” [López de Medrano, 1992, p. 10147].

- a) La conveniencia de que se recoja además del sistema retributivo (nunca el importe global de la remuneración, que conllevaría la modificación constante de los estatutos), la determinación del órgano encargado de fijar la retribución para cada ejercicio, a fin de evitar que sea el propio órgano de administración quien fije su remuneración.
- b) La decisión del momento en que deberá determinarse el importe de la remuneración, que puede ser antes del comienzo del ejercicio, durante el ejercicio (cuando se aprueben las cuentas anuales del ejercicio anterior) o, bien, al final del año a remunerar.

De nuevo, el ordenamiento español no recoge ninguna norma al respecto, aunque apoyándonos en el Art. 1.256 CC, debería fijarse la remuneración con anterioridad al comienzo del devengo, al prohibir dicho precepto dejar el cumplimiento de los contratos a la voluntad de una de las partes [Medina Aína, 2001, p. 154], que es lo que ocurriría tanto si la Junta decide la remuneración durante el ejercicio en el que el administrador ha prestado sus servicios o una vez finalizado el mismo [Alcover, 1995, p. 143]. Otra razón aludida, para determinar la remuneración con anterioridad al desempeño del cargo, es la necesidad de disponer de esa información para elaborar las Cuentas Anuales y calcular el impuesto sobre beneficios, al ser la remuneración un gasto a incluir en la cuenta de pérdidas y ganancias [Martínez Sanz, 2001, p. 1347].

En la legislación italiana puede establecerse también una remuneración fija consistente en una cantidad de dinero a percibir en un solo pago o periódicamente o dietas de asistencia, considerándose, en ambos casos, como gasto del ejercicio y, por tanto, fiscalmente deducible [Tusquets, 1998a, p. 71]. La percepción por parte del administrador de un sueldo solía ser muy utilizado, aunque cada vez con más frecuencia, se tiende por otros sistemas retributivos dependientes de la dedicación o buena marcha de la empresa, ya que el sueldo fijo no depende del beneficio obtenido por la empresa, debiendo abonarse aún en caso de mala situación económica.

En España, el salario fijo llegó, en algunos años, a suponer el 60% de la retribución total percibida, mientras que, en EEUU, ese porcentaje no alcanzaba el 30%. Según datos

de la encuesta realizada por CEINSA²⁹, el número de empresas españolas que utilizaba sistemas de retribución variable en 1994 no superaba el 50% del total. Esta situación empezó a cambiar a partir de los años noventa, incrementándose el uso de los incentivos y el peso de la retribución variable. Ya en el año 2000 la retribución variable estaba presente en el 90% de las empresas encuestadas y suponía el 34% de la compensación total [Aguilar, 2000, p. 139].

1.4.2. Retribuciones variables a corto plazo.

El crecimiento de las empresas ha llevado a la separación entre propiedad y gestión, dando origen a las relaciones de agencia entre propietarios y administradores, los cuales persiguen objetivos diferentes. Esta divergencia de intereses ha llevado a que las decisiones de los administradores no siempre sean las mejores para los accionistas y, por tanto, para la organización en general. Con la finalidad de evitar el comportamiento oportunista de los administradores, se han desarrollado diferentes mecanismos (externos e internos) entre los que debemos destacar el diseño de la retribución incluyendo una parte variable para alinear objetivos de accionistas y administradores.

Dentro de los tipos de retribución variable, llamados tradicionales, se pueden distinguir, en primer lugar, las dietas por asistencia a las distintas reuniones celebradas por el órgano de administración, considerándose variable si el cobro depende del número de reuniones celebradas y de las asistencias del administrador; y, en segundo lugar, la remuneración vinculada a los resultados económicos de la sociedad. Dentro de este grupo podemos distinguir entre las remuneraciones entregadas en función de la cifra de negocio o de ventas y aquéllas calculadas en función de los beneficios.

²⁹ CEINSA es una firma especializada en consultoría sobre remuneraciones y recursos humanos, integrada dentro del Grupo RH Asesores. Ostenta la representación en España del European Compensation Network (ECN) y como tal aporta sus datos para la realización de estudios “paneuropeos” y colabora en proyectos internacionales de consultoría sobre temas retributivos. Su banco de datos sobre remuneraciones es el más amplio y completo de su género en España. Dispone de información de unas 500 empresas, que actualiza cada año mediante diferentes encuestas y sondeos. Para más información, puede consultarse su página web <http://www.gruporh.com/ceinsa>.

1.4.2.1. Teoría de la agencia.

La teoría de la agencia³⁰ plantea la existencia de la empresa como un nexo de contratos entre agentes cuyo fin es la consecución de objetivos que de forma autónoma no podrían alcanzar. A estos efectos, se establecen una serie de contratos que soportan las relaciones entre distintos agentes (empleados, directivos, proveedores, acreedores, clientes, hacienda pública, etc.), conocidas como relaciones de agencia. Las relaciones de agencia se pueden definir como un “*contrato por el que una parte (el principal) encarga a otra (el agente) la realización en su nombre de una tarea, lo que supone la cesión de capacidad para tomar decisiones*” [Jensen y Meckling, 1976, p. 308]. Existen muchos casos de relación de agencia en el seno de las empresas, como puede ser la establecida entre los propietarios y los directivos, así como “*entre el directivo (principal) y empleado (agente), el director general (principal) y los directores de unidades de negocio (agentes) en una corporación, o el franquiciador (principal) y el franquiciado (agente)*” [Guarnizo, 2004, p. 49].

La teoría de la agencia se ha dividido en dos corrientes diferentes: a) la teoría positiva de la agencia, que estudia cómo afectan los contratos al comportamiento de los que intervienen y a las formas organizativas que existen; y b) la teoría del principal y el agente, que se ha centrado en el análisis de las recompensas que el principal establece para el agente.

La cesión de la función de gestión por parte del principal al agente, en el seno de las grandes empresas, se debe no sólo al desinterés sino también a la complejidad que dichas acciones conlleva, de ahí que “*los accionistas propietarios dejan la gestión en manos de los administradores, como órgano técnico cualificado para ello, el cual, consecuentemente, debe estar compuesto por personas poseedoras de esos conocimientos e informaciones adecuadas que les permitan cumplir correctamente la función encomendada*” [Tusquets, 1998a, p. 40]. Debe matizarse que la cesión de las tareas no sólo se produce hacia los administradores sino también a los directivos, que no siendo

³⁰ El pionero en hacer referencia a los problemas de la separación entre propiedad y control fue Adam Smith en 1776 en su obra “*The wealth of Nations*”. Sin embargo, el tema no fue retomado hasta el año 1932 por parte de Berle y Means, a los que siguieron otros muchos.

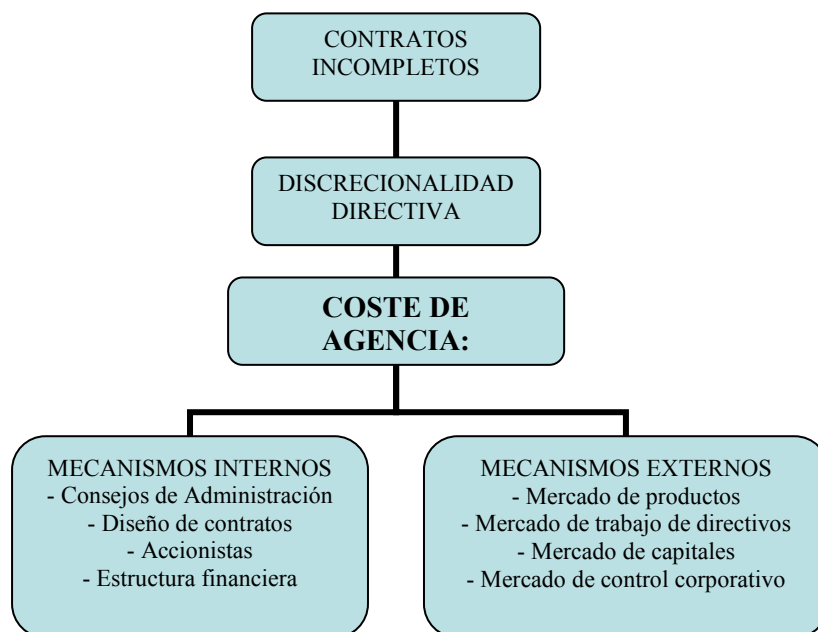
miembros del Consejo de Administración forman parte de las diferentes comisiones delegadas de aquél y que, por tanto, participan en el control de la empresa.

Por otro lado, se parte de la idea de que los accionistas son neutrales al riesgo, ya que pueden diversificar sus inversiones. No obstante, si pudiesen disponer de *“fondos necesarios, estarían dispuestos a hacer grandes inversiones arriesgándose a pérdidas importantes si los rendimientos esperados, teniendo en cuenta las pérdidas y ganancias posibles, son positivos”* [Milgrom y Roberts, 1993, p. 502], mientras que los directivos tienen aversión al riesgo, ya que su activo más valioso es, sin duda, su capital humano. Estos no llevarían a cabo inversiones arriesgadas que puedan suponer un fracaso, porque puede afectar a su reputación, a sus salarios futuros y al propio puesto de trabajo. De ahí que ambos grupos (principal y agente) se mueven por objetivos diferentes, pudiendo producirse un conflicto de intereses. El problema surge *“cuando el agente actúa buscando su propio interés, esto es especialmente frecuente en el caso de los directivos que, en vez de dedicarse a crear riqueza para los accionistas, se dedican a procesos de expansión empresarial excesiva; también pueden darse casos de compra y venta de los activos empresariales a precios distintos de los reales, la utilización de bienes y servicios de la empresa o la permanencia en el puesto por más tiempo del requerido”* [Iranzo, 2004, p. 81]. En general, los accionistas están interesados en los beneficios y, por el contrario, los directivos normalmente buscan *“el poder, prestigio y dinero, y por ello tratan de imponer a la empresa unos objetivos más acordes con los suyos propios y consistentes con sus propias motivaciones”* [García Soto, 2003, p. I-1].

A todo esto, habría que añadir que los contratos firmados entre principal y agente no son completos, debido a la asimetría informativa [Arrow, 1991]. Por un lado, ambos no disponen de la misma información, ya que los directivos *“poseen información acerca de la empresa que no está a disposición de los accionistas actuales o potenciales, y que es básica para la correcta formación de los precios de las acciones”* [Iranzo, 2004, p. 82]. Por otro, los contratos son incompletos como consecuencia del problema del riesgo moral, que puede hacer que el agente realice acciones que no son directamente observables por el principal o que, aprovechando información privilegiada, lleve a cabo acciones en su propio provecho, en contra de los intereses del principal e, incluso, del conjunto de la organización [Guarnizo, 2004, p. 51]. En definitiva, *“la separación entre propiedad y*

control y la posible dispersión de la propiedad, así como la asimetría de información entre los diversos agentes, dificulta el control de las decisiones directivas y facilitan la discrecionalidad en la persecución de objetivos diferentes a la creación de valor de la empresa” [Cuervo y Fernández, 2001, p. 184].

GRÁFICO 1.1
LOS COSTES DE AGENCIA DERIVADOS DE LA RELACIÓN “ACCIONISTAS Y ADMINISTRADORES”



Fuente: Elaboración propia

La solución a estos conflictos entre el principal y el agente conlleva alinear los intereses de ambos grupos, de forma que los ejecutivos desempeñen su función “*persiguiendo no sólo su propio interés sino el de la sociedad que administran*” [Tusquets, 1998a, p. 42], incluyendo incentivos positivos (premios) y negativos (castigos), así como una serie de medidas de supervisión y control. Conseguir dicha resolución del problema

supone unos costes que se han llamado “costes de agencia”³¹, que si son inferiores a los beneficios que genera, supondrá que la gestión es eficiente.

Existen una serie de mecanismos de control tanto externos como internos [Palacín, 2002, p. 147; Sanfilippo 2004, p. 102 y Lozano *et al.*, 2004, p. 230] que tienen como objetivo reducir la discrecionalidad de los directivos:

1- Mecanismos de control internos:

- a) El Consejo de Administración.
- b) Diseño de contratos de compensación.
- c) La Junta General de Accionistas.
- d) Estructura financiera.

2- Mecanismos de control externos:

- a) Mercado de bienes y servicios.
- b) Mercado de capitales.
- c) Mercado de trabajo de los directivos.
- d) Mercado de control corporativo.

El diseño de los contratos de compensación de los directivos, como mecanismo para paliar el problema de agencia, ha alcanzado gran importancia en los últimos tiempos. La idea consiste en que los programas de compensación estén diseñados para motivar a los directivos a seleccionar e implementar acciones que incrementen la riqueza de los accionistas [Jensen y Meckling, 1976, p. 315]. La cuestión fundamental en el tema de la

³¹ Los costes de agencia se han clasificado en tres tipos [Llebot Majó, 1996, p. 364]:

- Costes de supervisión: los costes en que incurre el principal al supervisar la actividad del agente para evitar que éste realice actividades que le perjudiquen.
- Costes de garantía: costes que, en su caso, incurre el agente para garantizar al principal que no llevará a cabo actividades que le perjudiquen.
- Costes residuales: costes en que incurre el principal a causa de la divergencia de intereses entre ambos y que no puede evitar mediante la actividad de supervisión porque el coste marginal de ésta superior a la utilidad marginal que obtendría.

retribución de los directivos es cómo alinear los intereses de éstos y de los accionistas. La solución generalizada ha sido que “*los intereses del agente se pueden armonizar con los del principal si se remunera a aquél en función de resultados directa o indirectamente relacionados con el objetivo del principal*” [Argandoña, 2000c, p. 3], o bien, que se establezca “*una estructura de recompensas que dependa en alguna medida del resultado pero que incluya una parte fija, porque de esta forma se reparte el riesgo entre principal y agente*” [Guarnizo, 2004, p. 54], siendo este motivo por el que, cada vez, tienen mayor importancia, dentro de los sistemas retributivos de los directivos, la parte variable en función de los resultados alcanzados (ver *Cuadro 1.2*), ya sea a través de bonificaciones salariales dependientes de los beneficios, recompensas diferidas, revisión del sueldo, opciones sobre acciones, planes de pensiones, planes de jubilación, etc. [Palacín, 2002, p. 156].

CUADRO 1.2
REPARTO DEL PAQUETE RETRIBUTIVO EN LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN

CONCEPTO	EEUU	REINO UNIDO	ESPAÑA
RETRIBUCIÓN FIJA (Honorarios + Dietas)	37%	53%	75%
BONO ANUAL	20%	17%	18%
INCENTIVOS A LARGO PLAZO	36%	14%	6%
OTROS	7%	16%	1%

Fuente: Estudios sobre Consejos de Administración de Watson Wyatt [2002]

Para el establecimiento de la retribución variable es fundamental tener en cuenta el riesgo empresarial³², ya que si éste es muy elevado, el establecimiento de retribuciones vinculadas a los resultados puede incrementar aún más la aversión al riesgo del agente,

³² La hipótesis que se ha establecido en base a la teoría de la agencia entre el riesgo empresarial y la retribución por incentivos es una relación inversa, es decir, “*cuanto mayor sea el riesgo de las empresas menor será el uso de incentivos en los contratos de compensación de los ejecutivos*” [López Rodríguez, 2002, p. 126].

provocando cambios en su comportamiento que pueden llevarle a tomar posturas excesivamente conservadoras, las cuales puede que no sean las más apropiadas para los intereses del principal [López Rodríguez, 2002, p. 124]. La solución, para que los agentes puedan aceptar más riesgos, se sustenta en la disposición de una retribución segura que les compense las posibles pérdidas asociadas a la inversión con riesgo. Por ello, hay que buscar un equilibrio entre salario fijo y retribución variable que permita alinear los intereses de principal y agente y, a la vez, que reparta el riesgo entre ambas figuras.

Un modelo de remuneración debe tener como objetivos los siguientes [Barbat *et al*, 2000, p. 15]:

- *Alinear los intereses de los directivos y los accionistas.*
- *Retener y motivar a los empleados considerados clave y cuya presencia en el largo plazo es considerada esencial para el progreso de la compañía.*
- *Conseguir una mentalidad de obtención de resultados equilibrada a corto y medio plazo en todos los niveles.*

Por su parte, Cuervo [2004, p. 120] señala tres finalidades del diseño de la retribución, “*primero, debe alinear la conducta de aquellos con el objetivo de los accionistas. Segundo, tiene que atenuar su aversión al riesgo para que no condicione la toma de decisiones. Y tercero, es preciso que faciliten una valoración ex post del desempeño*”. Estas finalidades han puesto de manifiesto la gran importancia alcanzada por el diseño de la retribución de los directivos³³ no sólo porque permitirá controlar la masa salarial sino porque se ha constituido en un “*instrumento útil para asegurar el mantenimiento en la empresa del capital humano desarrollado por los directivos y por lo*

³³ Pérez Santana *et al*. [1999] hacen una recopilación de los trabajos empíricos que intentan explicar la retribución de los directivos, estableciendo una clasificación en diferentes bloques teniendo en cuenta las variables utilizadas:

- Variables de la organización: estructura de propiedad, tipo de reclutamiento directivo y tamaño de la empresa.
- Variables del entorno: incertidumbre contextual, mercado de trabajo directivo, mercado de capitales y sector de actividad.
- Variables del directivo: capital humano y tarea directiva desarrollada.
- Variables del contrato directivo: costes de agencia, duración del contrato y tipo de control directivo.
- Variables de resultados: resultados de la empresa.

tanto defender la ventaja competitiva de la empresa y, por último, como un mecanismo de control sobre la posible discrecionalidad del directivo” [Aguilar, 2000, p. 135].

1.4.2.2. Participación en los beneficios.

Este sistema consiste en la entrega al agente (beneficiario) de un porcentaje, previamente establecido, sobre el importe de los beneficios obtenidos por la empresa en un determinado ejercicio económico.

La asignación a los administradores de una participación en los beneficios ha sido un sistema retributivo muy utilizado por las ventajas que presenta, en primer lugar, por el efecto motivador que provoca, al vincular el cobro a la buena o mala marcha de la empresa y, en segundo lugar, por velar por los intereses sociales, porque a diferencia de otros sistemas retributivos, los administradores no recibirán retribución en el caso de no generar beneficios.

En Italia, para poder utilizar este sistema de retribución, al menos debe haberse dotado la cuota correspondiente a la reserva legal (Art. 2432 del Codice Civile). Por otra parte, la doctrina considera que la participación de los administradores en el beneficio no se trata de un gasto sino que constituye un destino dado a aquél [Tusquets, 1998a, p. 72].

En España, debe recogerse previamente como sistema retributivo en los estatutos, con indicación del porcentaje a aplicar [Olivencia, 2003, p. 32] y, además, debe cumplir una serie de preceptos antes de su reparto, de acuerdo con el Art. 130 del TRLSA. Éste establece que *“sólo podrá ser detraída de los beneficios líquidos y después de estar cubiertas las atenciones de la reserva legal³⁴ y de la estatutaria y de haberse reconocido a los accionistas un dividendo del cuatro por ciento³⁵ o el tipo más alto que los estatutos*

³⁴ El artículo 214.1 establece que *“en todo caso una cifra igual al 10% del beneficio del ejercicio se destinará a la reserva legal hasta que ésta alcance, al menos, el 20% del capital social”*.

³⁵ Que constituía en el momento de la redacción del citado artículo el interés legal del dinero, que habría quedado desfasada en la actualidad, pero constituiría una defensa de los intereses de los accionistas [Martínez Sanz, 2001, p. 1352].

hayan establecido”. A estos preceptos hay que añadir, aunque no se recojan expresamente, los dividendos adicionales y preferentes de los accionistas sin voto (Art. 91.1 del TRLSA); las ventajas de los promotores y fundadores (Art. 11.1 del TRLSA) y las posibles pérdidas de ejercicios anteriores que deberán compensarse con el beneficio obtenido (Art. 213.2 del TRLSA). En el caso de que los accionistas no reciban su dividendo por ser el patrimonio neto contable inferior al capital social (Art. 213.2 del TRLSA), no nace el derecho de los administradores a su participación en los beneficios [Sánchez Calero, 1994a, p. 181]. Cuestión distinta es si existiendo beneficios, la Junta General decide no repartir dividendos con la finalidad de privar de retribución a los administradores, éstos podrían impugnar dicha decisión “*por contravenir el artículo 130 de la LSA, el artículo 6.2 del CC, o por ir en contra de lo establecido en los estatutos (artículo 115.2 de la LSA)*” [Medina Aína, 2001, p. 156]. Es por estos motivos por los que debería interpretarse “*que los administradores tendrán derecho a su retribución si es posible que la Junta General pueda atribuir a los socios un dividendo mínimo del 4% - el tanto por ciento más alto determinado en los estatutos – aunque luego no lo acuerde*” [Alcover, 1995, p. 145].

En cierto modo, puede parecer que la legislación española es exhaustiva en el tratamiento de la participación del agente en los beneficios de la empresa, sin embargo, existen lagunas que representan las principales críticas que recibe este sistema de remuneración. En primer lugar, no se establece la base sobre la que debe determinarse la retribución. La mayoría de los autores consideran que los beneficios líquidos cumplen una doble función, “*por un lado, como punto o procedencia necesaria de la retribución de los administradores y, por otro, como base de cálculo de dicha retribución*” [Tusquets, 1998a, p. 173]. En segundo lugar, no se define qué se entiende por beneficios líquidos ante lo cual la doctrina considera que se corresponde con el saldo acreedor de la cuenta de pérdidas y ganancias, por lo tanto, sin incluir el remanente que pueda existir de ejercicios anteriores. Por último, quedaría por determinar si el porcentaje de la participación debe calcularse sobre el total de los beneficios líquidos o bien sobre la cantidad resultante una vez descontadas las reservas y los dividendos³⁶.

³⁶ Así lo recoge la empresa CORTEFIEL, que en sus Estatutos Sociales, concretamente en el Art. 55, establece lo siguiente: “*El beneficio que resulte de las cuentas anuales, una vez deducidas las cantidades necesarias para el pago de los tributos que los graven, se distribuirá de la siguiente forma:*

1- *La cantidad necesaria a destinar a la reserva legal.*

Otra de las críticas que recibe la legislación española es la ausencia de límites a la hora de establecer el porcentaje sobre los beneficios a percibir por los administradores, que no solía sobrepasar el 10% por razones fiscales³⁷, pero nada impide que el límite sea mayor, siempre y cuando se establezca previamente en los estatutos.

Sobre si la propia retribución basada en la participación sobre los beneficios una vez entregada debe considerarse como gasto o como reparto de los beneficios, la doctrina contable ha establecido que debe considerarse como un gasto del ejercicio puesto que “*la cuenta de pérdidas y ganancias al recoger todos los ingresos de una sociedad y los gastos en que ha incurrido para su obtención, deberá incluir necesariamente la retribución a los administradores al ser ésta (...) un gasto más de la empresa*”³⁸. A pesar de esta consideración, no faltan autores, como Sánchez Calero [1994a, p. 177] que consideran que jurídicamente más que un gasto, la participación en beneficios “*tiene la naturaleza de un destino del beneficio y forma parte, por consiguiente, del acuerdo de distribución de ese beneficio, naturalmente si existe. Distribución que se encuadra dentro del acuerdo sobre el que ha de deliberar la Junta General ordinaria*”.

Debemos destacar que, en el ordenamiento francés, se eliminó³⁹ el sistema de participación en beneficios por considerarse demasiado rígido, al depender su utilización de la fijación en los estatutos, siendo competencia de la Junta General Extraordinaria. Otro de los argumentos esgrimidos para su supresión fue que podría llevar a la fijación de remuneraciones inadaptadas, habida cuenta de la gran diversidad de sectores y empresas, así como al convencimiento moral de que era preferible la utilización de otros sistemas que

-
- 2- *La cantidad que sea precisa para repartir un dividendo del cinco por ciento a las acciones sobre el capital desembolsado.*
 - 3- *El dos por ciento como máximo, de la cantidad remanente o restante, después de la aplicación de las anteriores, para el Consejo de Administración.*
 - 4- *El resto se destinará a reservas libres de la sociedad o dividendo según acuerdo de la Junta General a propuesta del Consejo de Administración*” [Folleto Informativo, 1999, p. 93].

³⁷ La ya derogada Ley 61/1978, de 27 de diciembre, del Impuesto sobre sociedades, según la redacción dada por la Ley 5/1978, de 29 de julio, establecía que las cantidades destinadas a remunerar a los administradores serán gasto deducible siempre y cuando estén recogidas en los estatutos, aprobadas por el órgano competente y no superen el 10% [Tusquets, 1998a, p. 177].

³⁸ Consulta 1 al ICAC, recogida en el BOICAC 21, abril de 1995.

³⁹ Por medio de la Ley 75-1347 de 31 de diciembre de 1975 al modificar la Ley 24 de Julio de 1966, que regula a las sociedades mercantiles [Sánchez Calero, 1994, p. 175].

considerasen la participación efectiva del administrador [Tusquets, 1998a, p. 92]. A todo esto habría que añadirle que no era un sistema fiscalmente deducible como gasto.

Por último, en la legislación británica, no se regula expresamente este tipo de remuneración, dejando total libertad para su aplicación y fijación del importe y sus limitaciones.

1.4.2.3. Otros sistemas retributivos variables.

Se puede destacar la remuneración en función de la cifra de negocios o de ventas, por su comparabilidad con la participación en beneficios, pero, aunque ambos tipos son de carácter variable, no son totalmente equiparables, puesto que, para el cobro de la participación en los beneficios, es preciso que exista beneficio en el ejercicio, condición que no debe darse en el caso de participación en la cifra de negocio o de ventas. Esta diferencia es la que ha suscitado gran cantidad de críticas, ya que el administrador tendrá derecho a la remuneración en función de la cifra de negocio o de ventas⁴⁰, independientemente de que existan beneficios o pérdidas, lo que, en ocasiones “*puede ser contrario a los intereses sociales, ya que puede estimular a los administradores a la realización de determinados negocios por parte de la sociedad, que no hagan sino agravar su situación económica; por lo que tal sistema aun cuando ha de considerarse en principio como admisible, en determinados supuestos su aplicación podrá ser un supuesto que de origen a la responsabilidad de los administradores frente a la sociedad (artículo 133.1 TRLSA)*” [Sánchez Calero, 1994, p. 163].

A pesar de las críticas recibidas, pueden darse situaciones en las que sea aconsejable la utilización de este sistema en lugar de la participación en beneficios, como, por ejemplo, ante la entrada de nuevos administradores para superar una mala situación

⁴⁰ La empresa PULEVA recoge en el Art. 39 de sus Estatutos Sociales que “*la retribución del Consejo de Administración consistirá en un 0,25% de la cifra del volumen de facturación anual de la compañía obtenido en el ejercicio correspondiente, con el límite máximo fijado por la Junta General*” [Folleto Informativo, 1999, p. 101].

empresarial, tardándose varios ejercicios en obtener beneficios, por lo que para incentivar a los administradores se fije un sistema retributivo basado en la cifra de ventas. También podría ser interesante su aplicación cuando las empresas deseen incrementar el nivel de ventas, independientemente de los beneficios obtenidos y para aquéllas de nueva creación, en las que no interese ni sea viable obtener grandes beneficios en sus primeros ejercicios pero sí resulte de gran interés dar a conocer sus productos y conseguir una cartera de clientes importante.

Este sistema retributivo para ser utilizado en España debe recogerse en los estatutos, y su entrega se dará con independencia de los beneficios obtenidos. Esto unido a que no existe disposición en la legislación española que proteja a los accionistas, como ocurre con la participación de beneficios, hace de éste un sistema peligroso, más si tenemos en cuenta que al no estar regulado tampoco existe límite de porcentaje para su establecimiento. Esta situación ha llevado a que la doctrina considere que, en caso de utilización de este sistema, sea necesario usar las garantías a prestar por los administradores previstas en el artículo 123.1 de la LSA, donde se establece que *“el nombramiento de los administradores y la determinación de su número, cuando los estatutos establezcan solamente el máximo y el mínimo, corresponde a la Junta General, la cual podrá, además, en defecto de disposición estatutaria, fijar las garantías que los administradores deberán prestar o relevarlos de esta prestación”*.

Este sistema retributivo tiene la consideración de gasto del ejercicio y, por tanto, será deducido para la determinación del beneficio de la sociedad.

También están las “dietas”⁴¹ por asistencia cuando éstas se cobran según el número de sesiones a las que se ha asistido en función de los gastos que hayan originado, aunque también pueden consistir en una cantidad fija a percibir por cada reunión asistida. El pago de este concepto supone para el administrador la retribución *“por ejercer el cargo asistiendo a las sesiones del órgano colegiado de administración, lo que, a su vez, lleva implícito la retribución del ejercicio del derecho de voz, deliberación y voto en el seno del*

⁴¹ *“La utilización del término dieta en el derecho societario desvirtúa el concepto jurídico de este término que proviene del derecho laboral, y donde no tiene carácter remuneratorio sino compensatorio por los gastos soportados por el trabajador en el ejercicio de su actividad profesional (desplazamientos, manutención, alojamiento, hoteles, etc.)”* [Llavero, 1999, p. 121].

mismo y por la puesta a disposición de la sociedad, en el seno de las reuniones, de sus conocimientos profesionales” [López de Medrano, 1992, p. 10.156].

En la legislación española, las dietas surgen como consecuencia de la asistencia de los administradores a las sesiones del Consejo de Administración, por lo que en caso de no asistencia no tendrán derecho a percibirlos. Constituyen un gasto para la sociedad, por lo que se entregarán a los administradores independientemente de que la sociedad obtenga o no beneficios, si bien deben estar reflejadas como sistema retributivo utilizable para los administradores en los estatutos.

Existe otra figura que los ingleses han denominado como “bonus payment”, que consiste en la entrega de un pago único realizado de forma voluntaria por parte de la empresa, sin que tenga que estar previsto en los estatutos ni en el contrato y que tiene como finalidad de alguna forma premiar la labor realizada por los administradores [Huerta y Villiers, 1995, p. 13499]. El uso de estas figuras se ha extendido, en las últimas décadas, para casi todos los países como una forma de reconocer la labor de los administradores cuando estos alcanzan unos objetivos establecidos, por lo que su determinación es siempre “*a posteriori*”, una vez transcurrido el ejercicio fiscal [Pérez Maiquez, 2002, p. 208] y que consiste normalmente en un porcentaje sobre el salario bruto.

1.4.3. Retribuciones en especie.

Estas remuneraciones también llamadas indirectas o “in natura” se han generalizado en los últimos tiempos y se definen, desde el punto de vista laboral, como “*la parte de la obligación salarial que el empresario satisface mediante la entrega al trabajador –como contraprestación directa y única del trabajo realizado y sin posibilidad de obtener nada adicional y distinto a éste– de bienes, servicios o derechos susceptibles de valoración económica, siempre que resulten adecuados y provechosos para este último, es decir, siempre que sean susceptibles de uso o consumo por el trabajador y sean distintos del dinero*” [Martín Jiménez, 2002, p. 55].

Entre las retribuciones en especie más utilizadas (ver *Cuadro 1.3*) podemos destacar la entrega de vivienda, asignación de automóvil⁴², permitir el uso de residencias propiedad de la empresa en períodos de vacaciones, becas para el pago de estudios de familiares, préstamos gratuitos o a un interés inferior al legal del dinero, abono de derechos de entrada y cuotas de clubes deportivos, planes de jubilación, seguro médico, uso de tarjetas bancarias, etc. [Mazo y Prados, 1999, p. 58].

En la práctica societaria francesa se ha generalizado mucho el uso de este tipo de remuneraciones, al no exigirse el consentimiento ni el conocimiento de los accionistas para su entrega; de ahí, que se utilizan para completar la retribución de los administradores, fundamentalmente, en las grandes empresas [Tusquets, 1998a, p. 100]. Sin embargo, en el ordenamiento español, al igual que para resto de retribuciones de los administradores, si se van a utilizar, deben recogerse previamente en los estatutos, aspecto que no siempre se cumple en la práctica.

CUADRO 1.3
REMUNERACIONES EN ESPECIE PARA EJECUTIVOS

REMUNERACIONES EN ESPECIE	ESPAÑA	REINO UNIDO	EEUU
Revisión Médica anual	Normalmente	A veces	A veces
Pertenencia a clubes	<i>Raramente</i>	<i>Raramente</i>	A veces
Coche de empresa	Normalmente	Normalmente	A veces
Gastos de representación	<i>Raramente</i>	Normalmente	<i>Raramente</i>
Vacaciones extras	<i>Raramente</i>	A veces	A veces
Asesoramiento financiero	<i>Raramente</i>	A veces	Normalmente
Ayuda para vivienda	<i>Raramente</i>	<i>Raramente</i>	<i>Raramente</i>
Préstamos a bajo interés	A veces	<i>Raramente</i>	<i>Raramente</i>
Teléfono móvil	Normalmente	Normalmente	A veces

Fuente: Estudio sobre Remuneración Total a nivel mundial de Towers Perrin [2003, p. 36].

⁴² Un dato revelador es que “en España, como en la mayoría de los países europeos, alrededor del 90% de las empresas pone vehículos a disposición de sus directivos, su personal de asistencia técnica y su personal comercial” [Marcos y Segura, 1999, p. 9].

La legislación societaria española no hace mención a estos sistemas retributivos en especie, que sí han merecido la atención del legislador en materia fiscal, de forma que los Art. 16 del RD Legislativo 3/2004⁴³, del IRPF, establece que se incluirán dentro de los rendimientos de trabajo, definiéndolas, en el Art. 46, como *“la utilización, consumo u obtención, para fines particulares de bienes, derechos o servicios de forma gratuita o por precio inferior al normal del mercado, aún cuando no supongan un gasto real para quien los conceda”*.

La mención estatutaria será independiente de la información que debe recogerse en la Memoria, según establece el apartado duodécimo del Art. 200 TRLSA, donde se recoge que se indicará *“el importe de los sueldos, dietas y remuneraciones de cualquier clase devengados en el curso del ejercicio...”*. Mención aparte se dedica a los créditos concedidos a los miembros del órgano de administración, que en el apartado decimotercero del citado Art. 200, establece que deberán recogerse con *“indicación del tipo de interés, sus características esenciales y los importes eventualmente devueltos, así como las obligaciones asumidas por cuenta de ellos a título de garantía”*, si bien, estas informaciones se darán de forma global. Esta misma información aparece recogida en el Plan General de Contabilidad⁴⁴ como contenido tanto de la Memoria normal como de la abreviada dentro del Apartado 18 *“Otra información”*.

Por su parte, la sociedad dominante en la elaboración de las cuentas consolidadas⁴⁵ deberá recoger información en la Memoria Consolidada en el Apartado 23 *“Otra información”*, sobre *“los sueldos, dietas y remuneraciones de cualquier clase devengados en el ejercicio por los miembros del órgano de administración de la sociedad dominante, cualquiera que sea su causa y la sociedad del grupo, multigrupo o asociada obligada a satisfacerlo”* así como de *“los importes de los anticipos y los créditos concedidos por cualquier sociedad del grupo, multigrupo o asociada al conjunto de miembros del órgano de administración de la sociedad dominante, indicando el tipo de interés, características*

⁴³ RD Legislativo 3/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

⁴⁴ Real Decreto 1643/1990, de 20 de diciembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad (BOE 27-12-1990).

⁴⁵ Reguladas por el Real Decreto 1815/1991, de 20 de diciembre, por el que aprueban las Normas para la Formulación de las Cuentas Anuales Consolidadas (BOE 27-12-1991).

esenciales e importes devueltos, así como las obligaciones asumidas por cuenta de ellos a título de garantía”.

1.5. NUEVOS SISTEMAS RETRIBUTIVOS A LARGO PLAZO VINCULADOS A LA EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN

Los sistemas de remuneración que se han utilizado, y que hemos denominado como “tradicionales”, han dejado paso a otros, que tratan de vincular la paga de los administradores con el incremento del valor de las acciones, de tal forma que han surgido instrumentos que pretenden motivar a que administradores y directivos participen en el capital de las sociedades que administran y dirigen. Estos instrumentos han surgido, debido a las limitaciones y deficiencias de los sistemas anteriores, tales como la participación en beneficios o en la cifra de venta, que al mostrarse insuficientes de cara a erradicar el problema de agencia, no motivaban adecuadamente a los administradores. En base a la teoría de la agencia, con la que se pretende alinear intereses de administradores y accionistas, la mejor solución es plantear una fórmula orientada a que las decisiones de los administradores para mejorar su retribución, beneficie al mismo tiempo a los accionistas, siendo el mejor modo vincular su paga al valor de las acciones, de tal forma que, al buscar el incremento del valor de éstas, los accionistas se ven beneficiados de ese incremento, ante la posibilidad de recibir mayor rentabilidad.

Los nuevos sistemas retributivos no tienen como objetivo sustituir al resto de sistemas retributivos sino complementarlos de tal forma que de dicha combinación se alcancen los objetivos de atracción, retención y motivación [Mercer Human Resource Consulting, 2006, p. 14].

CUADRO 1.4
IMPACTO MOTIVACIONAL DE LOS COMPONENTES RETRIBUTIVOS

CONCEPTO	ATRACCIÓN	RETENCIÓN	MOTIVACIÓN
Retribución Fija (salario)	Alta	Media	Media
Retribución variable a corto plazo	Alta	Media	Alta
Retribución variable a largo plazo	Baja	Alta	Media
Retribución diferida	Baja	Alta	Media
Beneficios	Baja	Alta	Media

Fuente: Mercer Human Resource Consulting [2006, p. 14]

Estos instrumentos han contado desde 1992 con el apoyo⁴⁶ de la Unión Europea, que tras la realización de un primer informe llamado Pepper I⁴⁷ (*Promotion of Employee Participation in Profits and Enterprise Results*), elaboró la Recomendación del Consejo, de 27 de julio de 1992, relativa al fomento de la participación de los trabajadores y resultados de la empresa (incluida la participación en el capital)⁴⁸, en la que se animaba a los países miembros a usar este tipo de instrumentos a través de dos medidas:

- 1) Reconocer los posibles beneficios de una utilización más extendida, a nivel individual o colectivo, de una amplia variedad de fórmulas de participación de los trabajadores por cuenta ajena a los beneficios y resultados de la empresa, tales como la participación en beneficios, el accionariado o fórmulas mixtas, y

⁴⁶ El apoyo de la Unión Europea a la participación financiera de los trabajadores no se limita a ninguna modalidad específica, ya sea la participación en beneficios, participación en el accionariado, opciones sobre acciones, sistemas de participación en las ganancias, etc.

⁴⁷ Publicado en el Anexo 3/91 del folleto “Europa social”.

⁴⁸ Recomendación del Consejo, de 27 de julio de 1992, relativa al fomento de la participación de los trabajadores y resultados de la empresa (incluida la participación en el capital). Diario Oficial nº L 245 de 26/8/1992, pp. 0053-0055.

- 2) Tener en cuenta, en este contexto, el papel y la responsabilidad de los interlocutores sociales, de conformidad con las legislaciones y/o prácticas nacionales.

Posteriormente, el “Plan Pepper-II”⁴⁹ de 1996 recogió los instrumentos que venían utilizándose, y que son la participación en los beneficios (supone una reparto de los beneficios entre los proveedores de capital y de mano de obra, otorgando a los trabajadores, además de un salario fijo, una parte variable de ingresos relacionada directamente con los beneficios u otra medida de los resultados de la empresa) y la participación en el accionariado (participación indirecta de los trabajadores en los resultados de la empresa, por la recepción de dividendos o una revalorización del capital del trabajador). Además, en este Plan se establece que *“la divergencia de las políticas llevadas a cabo por los Estados miembros (de la Unión Europea) debe entenderse a la luz de sus diferentes tradiciones y prácticas en materia de participación financiera:*

- Francia y el Reino Unido tienen una larga tradición de fomento de la participación financiera;

- Irlanda, los Países Bajos, Finlandia, Alemania, España e Italia han empezado a fomentar el establecimiento de regímenes PEPPER;

- En los demás Estados miembros, los regímenes PEPPER han sido objeto de debate, pero el apoyo oficial del Gobierno sigue siendo limitado”.

En la Resolución de 15 de enero de 1998⁵⁰ sobre el Informe Pepper II, el Parlamento Europeo instó varias veces a la Comisión, a los estados miembros y a los interlocutores sociales a que actuaran para aumentar la difusión de los sistemas de participación financiera.

⁴⁹ COM (96) 697 final de 8 de enero de 1997, no publicado en el Diario Oficial.

⁵⁰ Resolución de 15 de enero de 1998 sobre el segundo informe de la Comisión PEPPER II relativo al fomento de la participación de los trabajadores en los beneficios y resultados de la empresa (incluida la participación financiera) en los Estados miembros. Diario Oficial nº C 034 de 2/2/1998.

En julio de 2001, en el denominado Commission Staff Working Paper⁵¹ sobre la participación de los empleados en el capital de la empresa y, más recientemente, en julio de 2002, en la Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social y al Comité de las Regiones⁵² relativa a la participación financiera de los empleados en las empresas, se establecen una serie de principios generales que deben respetarse en la implantación de este tipo de fórmulas, como, por ejemplo, la participación voluntaria, extensión de las ventajas de la participación financiera a todos los trabajadores, claridad y transparencia en la implantación, predefinir las fórmulas a utilizar, regularidad en la utilización, evitar los riesgos irrazonables para los trabajadores, distinción entre salarios y sueldos y los ingresos derivados de los planes de participación financiera así como compatibilizar este tipo de instrumentos con la movilidad de los trabajadores.

En la práctica, entre los sistemas retributivos variables que vienen utilizándose (ver *Cuadro 1.5*), se pueden destacar “*diversos tipos de bonus (bonus) y sobrepagos anuales o plurianuales en los que están presentes las acciones, desde el simple derecho a suscribirlas (stock awards) y los préstamos blandos para comprarlos, hasta la entrega de acciones liberadas, planes de acciones restringidas (restricted stock), acciones sintéticas o fantasma (phantom stock), derechos vinculados a la cotización de las acciones (stock appreciation rights), acciones según resultado (performance shares) y, naturalmente, las stock options*” [Argandoña, 2000c, p. 4], si bien, a partir de éstos, han ido surgiendo infinidad de sistemas que no son sino variantes de alguno de los anteriores.

⁵¹ Participación financiera de los trabajadores en la UE. Documento de trabajo de los Servicios de la Comisión (SEC (2001) 1308).

⁵² Comunicación relativa a un marco para la participación financiera de los trabajadores, Bruselas a 5/7/2002, COM (2002) 364 final.

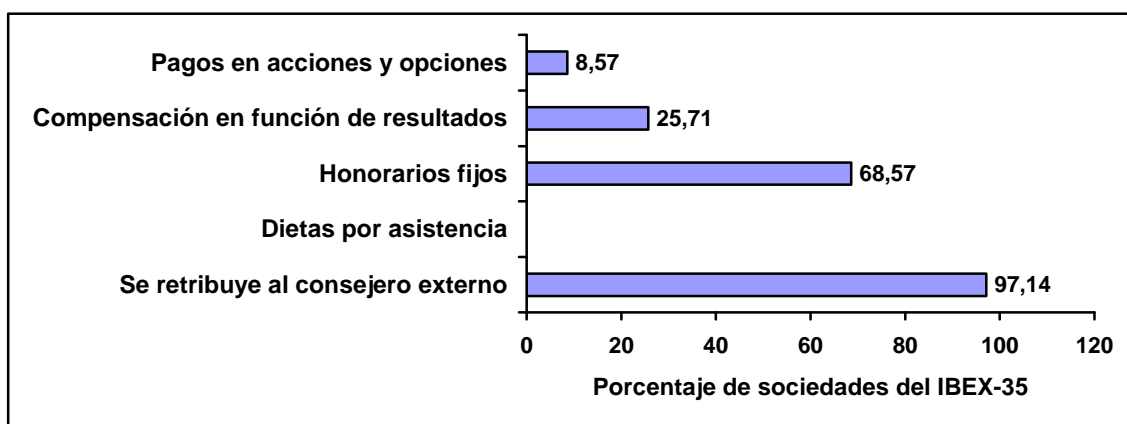
CUADRO 1.5
SISTEMAS RETRIBUTIVOS LIGADOS A LA COTIZACIÓN O QUE
CONSISTEN EN PARTICIPACIÓN FINANCIERA

TIPO	MODALIDADES	EXTENSIÓN TEMPORAL
MONETARIA	Bonus diferenciales o Stock appreciation rights (SAR)	L/P
	Planes de acciones o de opciones sobre acciones fantasma	L/P
ACCIONES	Concesión gratuita o	
	Acciones restringidas	L/P
	Acciones por objetivos	L/P
OPCIONES	Planes de opciones sobre acciones	L/P

Fuente: Elaboración propia.

Según el estudio llevado a cabo por la Fundación de Estudios Financieros [2004] sobre las empresas del IBEX-35, el 97,14% de las empresas retribuyen de alguna forma a sus consejeros o administradores externos, a pesar de la ya mencionada presunción de gratuidad, si bien, tan sólo el 8,57% de las empresas encuestadas paga a sus consejeros externos con acciones u opciones frente al 68,57% que entrega honorarios fijos y el 25,71%, que entrega importes en función de los resultados (ver *Gráfico 1.2*).

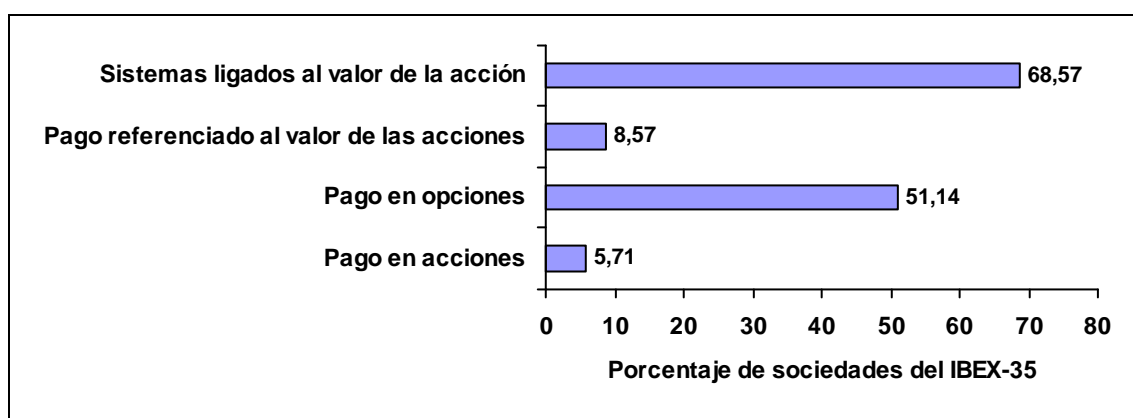
GRÁFICO 1.2
RETRIBUCIÓN DE LOS CONSEJEROS EXTERNOS



Fuente: Fundación de Estudios Financieros [2004, p. 40]

Sin embargo, el porcentaje de empresas pertenecientes al IBEX que utilizan los sistemas de pagos en acciones u opciones, como forma de retribución para sus directivos, se eleva al 57% aproximadamente, además, el 68,57% afirma establecer algún sistema ligado al valor de la acción para retribuir a sus directivos (ver *Gráfico 1.3*).

GRÁFICO 1.3
RETRIBUCIÓN DE LOS DIRECTIVOS



Fuente: Fundación de Estudios Financieros [2004, p. 41]

1.6. LAS STOCK OPTIONS COMO SISTEMA RETRIBUTIVO VARIABLE.

Las stock options surgen como un peculiar sistema retributivo variable que pretende paliar el conflicto de agencia, al incentivar a los beneficiarios para que sus decisiones se orienten hacia acciones que incrementen el valor de las acciones, alineando así los intereses de administradores y accionistas.

Sin embargo, este sistema que, en la actualidad, se ha erigido como la mejor solución para acabar con los conflictos entre ambos grupos (mucho más patente en EEUU, y en Reino Unido, y muchos menos en los países continentales), presenta una serie de inconvenientes y críticas, que han llevado a que si no se elabora correctamente el plan de incentivos, éste tenga más efectos negativos que positivos, permitiendo el enriquecimiento excesivo de altos directivos y administradores. Como consecuencia del enriquecimiento de ciertos administradores, grandes corporaciones de empresas tales como los casos Enron, Worlcom, etc. se han tambaleado, lo que ha supuesto que la opinión pública se haya manifestado en contra de este tipo de retribución. No obstante, es entendible esta posición, dado el desconocimiento existente sobre este tipo de régimen retributivo, siendo conocido únicamente este aspecto, sin valorar que este tipo de sistema, si se utiliza y planifica correctamente, constituye una herramienta, que no exenta de defectos, puede minimizar los costes de agencia, ya que *“no existe, pues, un contrato suficientemente completo que obligue a los directivos a actuar siempre y sólo de acuerdo con los criterios de los propietarios, porque los costes de supervisión y control pueden ser elevados”* [Argandoña, 2000b, p. 58].

1.6.1. Argumentos a favor de su implantación como sistema retributivo.

Entre los argumentos a favor del uso de los planes de opciones sobre acciones, destacan: a) que la entrega de estos planes tiene como objetivo conseguir alinear los intereses de los beneficiarios de los planes, ya sean directivos, administradores o empleados, con los intereses que persiguen los accionistas, al vincular el cobro con el valor de las acciones; b) que tratan de conseguir atraer y retener a los empleados dentro de la

empresa; y, c) que tienen un escaso coste con respecto a otros sistemas retributivos, además de otras ventajas económicas, tales como su alto apalancamiento. Además de estos argumentos, han surgido otros, tales como: a) los de vincular a los beneficiarios con la empresa al pasar a ser accionistas; b) las ventajas fiscales establecidas en algunos países para este tipo de instrumentos retributivos, etc.

1.6.1.1. Alinear los intereses de directivos y empleados con los intereses de los accionistas.

El primer argumento a favor de este sistema retributivo, en base a la Teoría de la Agencia, es que este sistema retributivo persigue alinear los intereses de directivos y accionistas [Barbat *et al.*, 2000, p. 15; Rubenstein, 2002, p. 10; Zhang, 2002, p. 2; Oyer y Schaefer, 2003, p. 5; Raupach, 2003, p. 1; Melle, 2003, p. 7; Kato, 2005, p. 436; Sesil y Li, 2005, p. 6; Damodaran, 2005, p. 3; Hodder y Jackwerth, 2005, p. 1], al vincular la retribución futura con el valor de las acciones. En efecto, se ha considerado que maximizar el valor de las acciones es el objetivo de la empresa o, al menos, forma parte del mismo. Por ello, las decisiones irán encaminadas a incrementar el valor de las acciones, siendo este incremento el objetivo perseguido por los accionistas, pudiendo ser sobre todo un sistema muy apropiado en ciertas etapas de la vida de una empresa (lanzamiento de nuevos productos, alcanzar un crecimiento rápido, realización de fusiones y adquisiciones, defensa ante una OPA, etc.) en las cuales “*se espera del directivo un esfuerzo extraordinario, más talento, creatividad y dedicación, etc., así como la asunción de mayores riesgos*” [Argandoña, 2000c, p. 7]. Este argumento puede ser útil para justificar la entrega de opciones sobre acciones a los directivos y administradores, sin embargo, no es muy eficaz para justificar los planes de opciones destinados al resto de los trabajadores [Kedia y Mozumdar, 2002, p. 7; Zhang, 2002, p. 2], ya que la habilidad de éstos para influir en el valor de las acciones o en la marcha de la empresa es limitada [Core y Guay, 2001, p. 256].

En cualquier caso, este motivo se ha desarrollado desde una visión teórica, puesto que, en la práctica, no se ha demostrado empíricamente las bondades de este sistema

basado en las stock options y, por tanto, que este régimen retributivo alinee, mejor que otros, los intereses entre principal y agente o demuestre la eficacia en cuanto al incremento del valor de las acciones. De los estudios realizados⁵³, se derivan resultados que son contradictorios, pudiendo destacar, por citar algunos, el estudio de Campbell y Wesley [1999, p. 217] que concluye que el uso de retribuciones basadas en acciones no garantiza que los intereses de los directivos y los accionistas estén mejor alineados, mientras que el trabajo realizado por Hall [1998, p. 29] concluye que los sistemas retributivos que mejores resultados consiguen son precisamente los basados en opciones frente a los que emplean el salario y el bonus. Por su parte, el estudio realizado por Yermack [1997, p. 474] concluye que las stock options llevan a rendimientos superiores en Bolsa, habida cuenta que las empresas que conceden opciones sobre acciones a sus CEO presentan unos resultados que son un 2% mejores que los del mercado durante un período que empieza al día siguiente de la concesión y que dura unos 50 días hábiles en el mercado de capitales. Estos rendimientos anormales se estabilizan luego, y quedan incorporados en los precios de las acciones de la compañía. Podemos ver, por tanto, que no existe uniformidad en cuanto a los resultados obtenidos.

Fuera del mercado estadounidense, destaca el estudio de Ding y Sun [2001] que con una muestra de 40 empresas cotizadas en el mercado de valores de Singapur que durante el período 1990-1995 adoptaron planes de opciones sobre acciones para empleados, estudiaron la respuesta del mercado a la adopción de dichos planes. El resultado obtenido fue que el mercado de valores reaccionó positivamente al anuncio del establecimiento de los citados planes, lo que implica que los inversores ven los planes de opciones de forma favorable, lo que interpretan los autores que apoya la idea de que los planes de opciones sobre acciones ayudan a alinear los intereses de accionistas y directivos.

En España, podemos destacar el trabajo realizado por Melle Hernández [2003], con una muestra de 87 planes de opciones sobre acciones de empresas que estaban en el mercado español y que fueron otorgados durante el período que abarca desde el 1/9/1998 hasta el 31/7/2003, concluyendo que *“para todo el período analizado, el mercado de valores español valora positivamente la adopción de planes de stock options por las*

⁵³ Lambert y Larcker [1986], Hall [1998], Campbell y Wasley [1999], Gerety et al [2001],... Para más información sobre estos estudios, en cuanto a la muestra y períodos utilizados, objetivos, metodología y

empresas cotizadas, lo que indica que los inversores consideran favorable que las empresas adopten sistemas retributivos basados en opciones sobre acciones para sus directivos, posiblemente porque piensen que de esa forma se conseguirá alinear los intereses entre directivos y accionistas, maximizando la riqueza de los segundos". Sin embargo, también concluye diciendo que, a medio plazo, los planes de opciones sobre acciones para los directivos, según la muestra analizada, incide negativamente sobre el rendimiento de los títulos, de tal forma que *"para la muestra analizada, las empresas que no adoptaron planes de stock options crearon mayor riqueza para los accionistas, lo cual pone en duda la eficacia de estos sistemas retributivos como mecanismos de alineación de intereses entre directivos y accionistas en el medio plazo"*. La explicación a este hecho es que es posible que *"en el largo plazo, cuando se adopten los períodos de ejercicio de las opciones, será cuando realmente estos sistemas retributivos cumplan su principal finalidad: servir de mecanismos disciplinadores de las actuaciones discrecionales de los directivos incentivando a estos a que maximicen la riqueza de los accionistas incrementando el valor de los retornos de sus títulos"*.

1.6.1.2. Atraer y retener a los directivos y empleados de la empresa.

Otro objetivo que justifica el uso de las opciones sobre acciones es la consecución de la fidelización de los trabajadores, es decir, atraer y, lo que es más importante, mantener a aquellos profesionales que se consideren fundamentales y claves para la buena marcha de la empresa [Hall y Murphy, 2000, p. 1; Core y Guay, 2001, p. 254; Aguilera, 2002, p. 44; Kedia y Mozumdar, 2002, p. 8; Zhang, 2002, p. 2; Oyer y Schaefer, 2003, p. 1].

Por un lado, el objetivo de atraer a buenos profesionales a cambio de la entrega de expectativas de elevados beneficios en el futuro si el precio de las acciones se incrementa está limitado para aquellos empleados que, en principio, serían capaces de influir con sus decisiones en el precio de las acciones de la compañía, es decir, será eficaz para los altos directivos y empleados clave de nivel intermedio [Tapia Hermida y Tapia Frade, 2002, p.

principales resultados, puede verse Melle Hernández [2003].

94; Hall y Murphy, 2003, p. 14]. Sin embargo, ofrecer opciones para atraer empleados de los niveles bajos de la compañía, sólo será eficaz para atraer empleados pocos adversos al riesgo [Hall y Murphy, 2003, p. 14; Core y Guay, 2001, p. 256; Sesil y Lin, 2005, p. 7], y aquéllos que son optimistas con respecto a las perspectivas futuras de la compañía [Oyer y Schaefer, 2003, p. 17], ya que el resto preferirá obtener otro tipo de compensaciones más seguras.

Por otro, mantener a los empleados en las empresas se ha convertido en un objetivo importante, al menos, en EEUU, donde la media de permanencia en una empresa del NASDAQ es de menos de 3 años [Arrizabalaga *et al.*, 2000, p. 11]. Especialmente el objetivo de retención destaca en las empresas pertenecientes a la nueva economía y en las que el capital humano constituye un activo muy importante [Brownlee y Lynch, 2001, p. 2; Zhang, 2002, p. 9; Emanuel, 2005, p. 40], ya que en este tipo de empresas los empleados tienen información, conocimientos o tecnología que puede ser usada por las empresas competidoras en el caso de fuga de dichos empleados [Ittner *et al.*, 2003, p. 93]. Así, con el objetivo de “retención”, al establecer un plan de opciones sobre acciones, el período mínimo de permanencia de los trabajadores en la empresa será aquel estipulado en las cláusulas del plan, que abarca desde la aprobación del plan hasta que puedan ejecutarse las stock options (cláusula de vinculación laboral), ya que para poder ejecutarlas se debe permanecer vinculados a la empresa laboralmente. Además, las empresas suelen establecer otro tipo de cláusulas (llamadas de fidelidad) de vinculación al capital por las que los beneficiarios no podrán vender las acciones adquiridas hasta que no transcurra un determinado período de tiempo.

Incluso, suele afirmarse que, aunque finalmente los beneficiarios no ejerzan sus opciones (por encontrarse el precio de ejercicio por encima del valor de cotización en el momento del ejercicio), los planes habrían cumplido, en muchos casos, con el objetivo de retención [Kedia y Mozumdar, 2002, p. 8], al obligar a los beneficiarios a permanecer en la empresa, al menos, hasta que los beneficiarios sepan si obtendrán un beneficio o no.

Si finalmente la gestión es eficiente y se incrementa el valor de las acciones con respecto al precio de ejercicio fijado en el momento de elaboración del plan de incentivos y el beneficiario ejercita sus opciones, pasa a ser accionista (si no lo era ya). En cualquier caso, en el momento de la aceptación por parte de los beneficiarios del plan, la sola

expectativa de ser accionista “*puede contribuir a desarrollar el sentimiento de pertenencia a la empresa (...), y en este sentido, es indudable una motivación e incentivación superior a la que puedan dar los sistemas retributivos tradicionales de la participación en beneficios*” [Tusquets, 1999, p. 261].

En contra de todos estos argumentos, basados en el objetivo de “retener” a los empleados, habría que tener en cuenta si no es más importante para aquéllos el nivel de retribución que la forma de retribución [Ittner *et al.*, 2003, p. 93; Argandoña, 2000c, p. 7]. En cualquier caso, si se consigue el efecto de retención, pretendido al establecer los planes de opciones sobre acciones, el hecho de que un grupo de empresas utilice este sistema retributivo hará que el resto de empresas competitivas también lo utilicen para evitar que sus empleados abandonen sus empresas atraídos por aquellos planes. Esto es lo que está ocurriendo con respecto a las empresas que están surgiendo en Internet y que desarrollan actividades tradicionales, provocando un agravio comparativo con respecto a aquéllas, ya que los directivos de Internet ganan mucho más que los del mismo nivel en los negocios tradicionales y además disponen de stock options [Arrizabalaga *et al.*, 2000, p. 11].

1.6.1.3. Ventajas económicas con respecto a otros sistemas retributivos: bajo coste y gran apalancamiento.

Económicamente, los planes de stock options permitirán obtener a sus beneficiarios unos ingresos extraordinarios, mientras que, a la empresa, les supone unos costes escasos. Los ingresos extraordinarios de los beneficiarios (en el caso de que se ejerciten) se corresponderán con la diferencia entre el valor de mercado de las acciones en el momento de ejecución y el precio de ejercicio fijado en el contrato. Estos ingresos son teóricamente ilimitados, en función de cómo crezca el valor de las acciones, mientras que no suponen ningún tipo de coste ni riesgo, ya que, en caso de que la cotización de las acciones disminuya, lo único que procede es no ejercer las opciones. Por su parte, la empresa deberá hacer frente a los costes, que suelen ser reducidos, y que serán “*la cuantía de la prima pagada (si las opciones se contratan con una institución financiera) o, alternativamente, la*

dilución del valor de las acciones (si se emiten títulos nuevos para entregarlos a los directivos cuando éstos ejerciten sus opciones)” [Argandoña, 2000a, p. 34].

Esta ventaja económica lo ha convertido en un sistema muy popular para aquellas empresas que se encuentran con problemas financieros [Core y Guay, 2001, p. 255; Kedia y Mozumdar, 2002, p. 9] o para las empresas emergentes con potencial de crecimiento futuro, especialmente, para las empresas pertenecientes al sector tecnológico, al sustituir los pagos en efectivo de los salarios por la entrega de opciones sobre acciones, permitiendo que aquellas empresas mantengan su liquidez a la vez que se ofrece a los empleados parte del crecimiento futuro [Barrasús, 2000a, p. 14; Brownlee y Lynch, 2001, p. 2]. Sin embargo, Hall y Murphy [2003, p. 13] llaman la atención sobre el peligro que conlleva esta sustitución, al entregar opciones a los empleados en lugar de efectivo, recibiendo, hoy, servicios a cambio de un coste incierto para la empresa en el futuro.

La evidencia empírica acerca de que las empresas entregan opciones sobre acciones para no entregar efectivo ofrece resultados contradictorios. Por un lado, el estudio realizado por Core y Guay [2001] sobre una muestra de 756 empresas norteamericanas durante el período 1994-1997 con planes de opciones sobre acciones para los empleados no ejecutivos, demuestra que las empresas usan más remuneración a través de opciones sobre acciones cuando tienen problemas financieros con el objetivo de atraer y retener a determinados tipos de empleados. Por otro, para las empresas pertenecientes al sector de la nueva economía, el estudio realizado por Ittner *et al.* [2003, p. 108] demuestra que las compañías con más cash-flow entregan más planes de opciones sobre acciones para conservar el efectivo.

Al escaso coste que suponen las stock options para la empresa, hay que añadirles otra ventaja económica y es que permiten un mayor apalancamiento⁵⁴ que las acciones. El apalancamiento se ha definido como “*la utilización de una pequeña cantidad de dinero, aceptando las pérdidas o ganancias en función del valor real de la inversión, el cual es mucho mayor*” [Gascón, 2004, p. 11]. De ahí que si lo que se persigue es alinear los

⁵⁴ Normalmente, cuando se invierte en acciones, “*el apalancamiento es 1, porque para invertir en una acción se tiene que desembolsar la totalidad de su importe y por lo tanto disponer en el momento de la compra de la totalidad del precio de la acción. En la compra de acciones mediante opciones no se necesita la totalidad del importe, sólo se paga un adelanto, la prima de la opción, y después se puede comprar la*

intereses de accionistas y directivos, es preferible entregar opciones en lugar de acciones, ya que se conseguirá el mismo objetivo, pero con menor apalancamiento. Asimismo, se considera que una empresa que, con una volatilidad media en su cotización, presenta una opción, ésta tiene un valor alrededor de un tercio del valor de la acción, “*esto ocurre porque el tenedor de la opción recibe únicamente la apreciación marginal sobre el precio de ejercicio, mientras que el accionista consigue todo el valor, más los dividendos*” [Hall, 2000, p. 24]. De ahí, que las opciones “*amplifican el valor de una pérdida de valor en la acción y, en este sentido, resultan mejores que una retribución en acciones*” [Barbat et al, 2000, p. 16]. De igual modo, simplifica el beneficio que se obtendría como consecuencia del incremento del valor de las acciones. Supongamos que una empresa paga a un trabajador 100.000 euros en acciones y, a otro, 100.000 euros en opciones “at the money”. Si pasados tres años, la cotización de la acciones ha disminuido en un 50%, el trabajador retribuido con acciones habrá perdido 50.000 euros, mientras que, el otro trabajador, retribuido con opciones, lo habrá perdido todo, puesto que, al ser el valor de mercado inferior al de ejercicio, no ejercerá las opciones, puesto que le saldrá más barato comprar las acciones en el mercado.

1.6.1.4. Otras razones para su uso.

En los países donde más se han utilizado estos sistemas retributivos, como EEUU⁵⁵ y Reino Unido⁵⁶, las stock options son tratados fiscalmente mejor que otras formas de

acción si interesa, es decir, se ejerce la opción. En este caso el apalancamiento se incrementa” Artículo: “*Efecto apalancamiento (y multiplicador) en las opciones*” [En línea] <http://www.invertia.com>.

⁵⁵ En EEUU, el *Internal Revenue Code* desde 1954 (y sus sucesivas modificaciones) ha ido estableciendo las diferentes características que deben recoger los planes de opciones sobre acciones para acogerse a los beneficios fiscales (son las llamadas *statutory stock option* o *qualified stock options*), mientras que aquellos planes que no cumplan los requisitos recogidos, no dispondrán de los beneficios fiscales (*non-statutory stock options* o *non-qualified stock options*). Para más información: Tusquets [1998a, p. 263 y ss], Torrent [2002, p. 2966] y Barrasús [2000a, p. 15 y ss]. Por ejemplo, la empresa Cisco Systems de EEUU, informó de 2,5 billones de dólares de desgravación fiscal correspondientes al año 2000 como consecuencia de stock options entregadas a sus empleados, mientras su base imponible fue de 4,2 billones de dólares [Brownlee y Lynch, 2001, p. 2].

⁵⁶ Las *Finance Acts de 1978 y 1980* establecen beneficios fiscales para los planes ofrecidos a los asalariados, que posteriormente se extiende para los planes de administradores y altos directivos, a través de la *Finance*

remuneración, siendo, por tanto, donde los planes de opciones sobre acciones se regulan a través de normas fiscales. Sin embargo, no han disfrutado de tales ventajas fiscales países como Italia, Francia y España, de ahí, que el uso de estas figuras haya sido mucho más reducido.

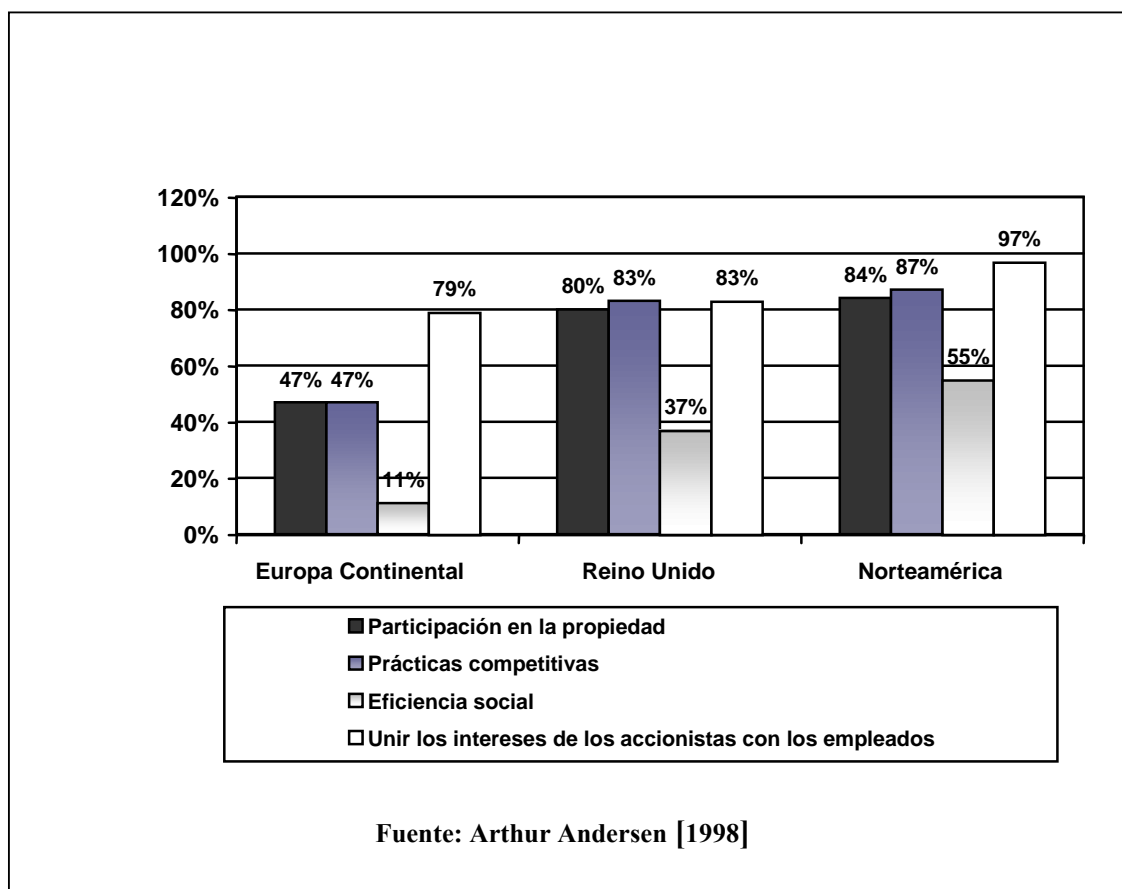
Otros posibles argumentos a favor del establecimiento de las stock options provienen de *“hacer de los trabajadores un grupo más dispuesto a aceptar los cambios organizativos, más flexible ante las modificaciones que supongan una reducción de mano de obra y más inclinado a sugerir mejoras en las operaciones”* [Mercader Uguina, 1996, p. 216], así como *“la instrumentalización por parte del grupo de control de la sociedad de un medio de defensa frente a posibles ataques hostiles o, simplemente, el contar, con un grupo de acciones en manos amigas, más proclives al continuismo que a cambios en la dirección societaria y empresarial”* [Tapia Hermida y Tapia Frade, 2002, p. 50].

En un estudio⁵⁷ realizado por la extinta consultora Arthur Andersen [1998] sobre el grado de implantación de los sistemas retributivos en acciones (cualquiera que sea su modalidad) y las razones por las que las distintas empresas se deciden a implantar dichos sistemas basados en acciones, destaca fundamentalmente la de ligar los intereses de los accionistas con los empleados (78% en Europa Continental, 83% en Reino Unido y 97% en Norteamérica) y la de estimular la participación en el capital (47% en Europa Continental, 80% en el Reino Unido y 84% en Norteamérica). El tercer motivo mencionado es que al tratarse de una práctica habitual en el mercado, su implantación se convierte en una necesidad competitiva (47% en Europa Continental, 83% en Reino Unido y 87% en Norteamérica). Por último, está la eficiencia fiscal, que es la razón menos aludida y mucho menos por parte de las empresas de Europa Continental (ver *Gráfico 1.4*).

Act de 1984. Se establecen una serie de requisitos para obtener el beneficio fiscal, requisitos muy similares a los que se establecen en EEUU y, además, debe obtenerse la autorización de la autoridad fiscal, la *Inland Revenue*.

⁵⁷ Estudio en el que participaron 352 empresas, de las que 137 eran empresas localizadas en Europa Continental, 6 en España y 88 en el Reino Unido.

GRÁFICO 1.4
RAZONES PARA IMPLANTAR SISTEMAS DE INCENTIVOS BASADOS EN ACCIONES



Por otra parte, y en un estudio realizado, por encargo de la Comisión Europea⁵⁸, se ha constatado que las principales razones aludidas por los empresarios tienen como principal argumento involucrar a los trabajadores para que se interesen más por los resultados de la empresa, crear el sentimiento de pertenencia a la empresa y alinear los objetivos de trabajadores y accionistas. Asimismo, “*se considera también un instrumento para la contratación y retención de personal. Además, potencia la motivación de los trabajadores, su lealtad y su compromiso a largo plazo, aumenta la productividad y mejora la competitividad y rentabilidad. Por último, la participación financiera puede ser un valioso instrumento para captar capital, en particular, para las empresas en su fase inicial*”.

⁵⁸ F. van den Bulcke (2000) “Una perspectiva empresarial de la participación financiera en la UE: objetivos y obstáculos” [En línea] http://ec.europa.eu/employment_social/labour_law/docs/finpartjobs_en.pdf.

Otros estudios⁵⁹, realizados también en Europa, sugieren que la participación financiera tiene una influencia positiva en los niveles de empleo contribuyendo, en particular, a mejorar la estabilidad del empleo. La participación financiera puede potenciar también la relación entre el ingreso global y la productividad, dado que las empresas con niveles de productividad más altos pueden tener mayores beneficios durante un tiempo, en los cuales participarán los trabajadores.

1.6.2. Críticas a las stock options como sistema retributivo.

A pesar de todas las ventajas que a priori presentan las stock options, los diferentes escándalos públicos, presentados a lo largo del tiempo, pusieron de manifiesto que estos sistemas retributivos tienen una serie de inconvenientes. Dichos inconvenientes, tal y como han apuntado diferentes autores, se deben fundamentalmente a que, por un lado, se trata de un instrumento financiero muy complejo que, en ocasiones, no es entendido ni por los beneficiarios ni por los otorgantes; y, por otro, que para alcanzar los objetivos planteados es necesario aplicar el plan que mejor *“se adapte a las circunstancias particulares de cada empresa”* [Barbat *et al.*, 2000, p. 13].

1.6.2.1. Se trata de un instrumento financiero muy complejo que debe tener en cuenta las características propias de cada empresa.

En primer lugar, hay que matizar que este sistema retributivo está basado en un instrumento financiero complejo que, en muchas ocasiones, impide que los beneficiarios perciban el valor real de su retribución en el futuro. Cuando a un empleado se le promete la entrega de un determinado “bonus”, éste tiene perfectamente conocimiento de lo que va a cobrar, sin embargo, cuando se le entregan opciones sobre acciones, la falta de

⁵⁹ Fundación Europea para la Mejora de las Condiciones de Vida y de Trabajo (2001a): “Employee share-ownership and profit-sharing in the UE” cuyo contenido puede verse en <http://www.eurofound.eu.int/publications/files/EF0156EN.pdf> y Fundación Europea para la Mejora de las Condiciones de Vida y de

conocimientos sobre los modelos de valoración de opciones (el más popular, el modelo de Black-Scholes) impide que los beneficiarios puedan valorar adecuadamente su remuneración [Hill y Stevens, 2003, p. 14]. La solución adoptada por los beneficiarios es valorar sus opciones calculando la diferencia entre el precio de ejercicio y el valor de mercado de las acciones, valor que en el momento de la entrega no es relevante con respecto al valor que tendrán las opciones en el futuro, puesto que normalmente las opciones se entregan con un precio de ejercicio similar al valor de mercado en ese momento, por lo que tal diferencia dará como resultado casi siempre, cero.

En segundo lugar, hay que tener en cuenta las características propias de cada empresa, a la hora de diseñar un plan de incentivos, para que éste sea realmente eficaz. Además, una empresa debe tener en cuenta, por una parte, los paquetes retributivos de las empresas de la competencia para ofrecer una remuneración que atraiga a los empleados [Barbat *et al.*, 2000, p. 18] y, por otra, que el desarrollo de los planes de opciones sobre acciones debe hacerse teniendo en cuenta las características propias de la empresa para evitar el fracaso. Algunas de las características a considerar son:

- a) El momento en que se encuentra la empresa;
- b) La volatilidad del sector en que se encuadra;
- c) Beneficiarios a los que se dirigirá el plan; y,
- d) Objetivos a alcanzar con la implantación del citado plan.

1.6.2.2. No se puede vincular la retribución con el rendimiento.

Dentro de las críticas recibidas, la más repetida versa sobre que la concesión de opciones no permite vincular la retribución con el rendimiento. A estos efectos, se suele preguntar si pueden realmente las decisiones de los beneficiarios de las stock options

Trabajo (2001b): "Employee share-ownership and profit-sharing in the UE", cuyo contenido puede verse en <http://www.eurofound.eu.int/publications/htm/files/ef0157.htm>.

influir sobre el valor de las acciones. Por un lado, está claro que *“en los puestos más altos, la relación es mayor, mientras que en los empleados de mayor responsabilidad, la aportación individual al precio de la acción queda mucho más diluida”* [Ruiz, 2001, p. 1] y, por otro, si bien las decisiones pueden influir en la creación de valor de las empresas, también puede darse el caso de que el incremento de valor de las acciones se deba a un “boom” bursátil, puesto que sobre la bolsa influyen muchos factores externos [Sesil y Kroumova, 2005, p. 7], tales como *“las variaciones en los tipos de interés y los tipos de cambios, las decisiones políticas, los precios del petróleo, las inversiones, la estacionalidad de la demanda, etc.”* [Medina Aina, 2001, p. 157].

Esta crítica puede darse tanto en el caso que estamos tratando como en cualquier otro sistema retributivo que consista en remunerar en función de los resultados obtenidos. En el caso que las opciones se utilicen como un sistema habitual de remuneración año tras año, entonces, desde una visión a largo plazo, sería razonable la media de sueldos, ya que se compensarán los ciclos alcistas de la bolsa con los bajistas. Sin embargo, el problema se plantea cuando este sistema retributivo no es usado de forma habitual y se estudia su evolución a corto plazo. En estas situaciones, si nos encontramos con un ciclo alcista, podemos encontrarnos con exagerados sueldos que, sin duda, pueden resultar desmesurados en comparación con la actividad desarrollada por los beneficiarios, surgiendo así un gran debate moral sobre si se trata de una situación justa o no.

La solución propuesta para evitar las posibles tendencias de la bolsa es *“que el valor de las opciones dependa no de la cotización absoluta de las acciones de la empresa, sino de su proporción respecto de un índice de la bolsa o del sector”* [Argandoña, 2000a, p. 36].

Desde el punto de vista empírico, se han realizado estudios con resultados no concluyentes sobre si los salarios de directivos en empresas que obtienen grandes rendimientos superan o no a los de los directivos que trabajan en empresas que obtienen malos resultados. En opinión de Hall [2000, p. 22] algunos de estos estudios cometen un error, al estudiar únicamente la retribución obtenida en un ejercicio determinado, ya que *“al margen de su valoración queda el componente más importante del vínculo entre la paga y el rendimiento: la apreciación o depreciación de las carteras de acciones y opciones pertenecientes a los ejecutivos”* [Hall, 2000, p. 22]. En un estudio realizado por

Hall y Liebman se pone de manifiesto que “*las variaciones en los valores de las acciones y las stock options representan un 98% de la conexión entre la paga y el rendimiento en el caso del director ejecutivo medio, mientras que el salario y las bonificaciones anuales representan únicamente un 2%*” [Hall, 2000, p. 22]. Por su parte, el estudio realizado por Gerety *et al.* [2001], con una muestra de 289 empresas norteamericanas que adoptaron planes de opciones sobre acciones para consejeros durante el período de 1988-1998, obtiene como resultado que los accionistas no se benefician necesariamente de la adopción de dichos planes. Además, también concluyen que la reacción del mercado depende de si el presidente participa en el proceso de selección de los consejeros, y el mercado de acciones reacciona de forma negativa a la adopción de planes de opciones sobre acciones por empresas que no poseen Comités de Retribuciones, ya que en éstas, los términos de los planes son más favorables para los consejeros.

Sin embargo, hay estudios que demuestran que existen rendimientos positivos tras la adopción de planes de opciones sobre acciones [Sesil, Kroumova, Kruse y Blasi, 2000; Core y Guay, 2001; Ittner, Lambert y Larcker, 2003; Kedia y Mozumdar, 2002; Sesil, Kroumova, Blasi y Kruse, 2002; Hillegeist y Peñalva, 2003; Sesil y Kroumova, 2005; etc.].

Por ejemplo, Core y Guay [2001], con una muestra de 756 empresas que tienen planes de opciones para no-ejecutivos en el periodo de 1994-1997, encuentran que sus resultados son consistentes con el incremento del valor de la empresa. Kedia y Mozumdar [2002], con una muestra de 200 empresas pertenecientes al NASDAQ durante el período 1995-1998, obtienen que la entrega de planes de opciones sobre acciones incrementa el valor de la empresa. Hillegeist y Peñalva [2003] con una muestra de 400 empresas dentro del período 1996-1999, obtienen como resultado que el rendimiento de la compañía (medido a través de las rentabilidades futuras, el rendimiento neto del capital y el actual y futuro valor de la compañía) está significativa y positivamente relacionado con la concesión de opciones sobre acciones tanto a altos directivos como al resto de los empleados.

Otros estudios se han centrado únicamente en las empresas pertenecientes a la nueva economía⁶⁰, al ser éstas las que más planes de opciones tienen [Anderson *et al.*, 2000; Hall y Murphy, 2003; Ittner *et al.*, 2003]. En estos estudios se obtienen resultados similares a los anteriores [Ittner *et al.*, 2003; Sesil *et al.*, 2002]. Por ejemplo, en el estudio realizado por Sesil *et al.* [2002, p. 288], con una muestra de 229 empresas del Reino Unido en 1997, concluyen que las empresas de la nueva economía que ofrecen planes de opciones sobre acciones presentan mayores rentabilidades para sus accionistas.

Estos estudios son criticados por dos motivos: primero, porque normalmente se realizan en períodos con mercados en alza y, segundo, por incluir todo tipo de planes, sin distinguir entre los que van destinados sólo a los ejecutivos y los que van destinados al resto de empleados. Para evitar estas dos situaciones, Sesil *et al.* [2005] realizan dos estudios.

Por un lado, el estudio realizado por Sesil y Kroumova [2005] examina los planes de opciones sobre acciones durante el período alcista de 1995-1997 y el período bajista de 2000-2002, obteniendo como resultado que todo tipo de empresas (independientemente de su tamaño) obtienen mejor productividad con la adopción de los planes en ambos períodos.

Por otro lado, el estudio realizado por Sesil y Lin [2005], con una muestra de 291 empresas que conceden planes de opciones sobre acciones a ejecutivos y no-ejecutivos, obtienen evidencia de que hay un rendimiento superior inmediatamente después de que los planes se adopten para ambos tipos de planes. Sin embargo, el rendimiento superior se mantiene para los planes destinados a los ejecutivos, mientras que los planes para no-ejecutivos, después de incremento inicial, el efecto sobre la productividad disminuye.

En base a la relación entre la paga recibida y el rendimiento, si se establece un beneficio, cuando se produce un incremento del rendimiento, de igual forma se debería establecer una pérdida cuando no se alcanza dicho objetivo. Esta sería otra de las críticas recibidas por el sistema de stock options que, en principio, suponen beneficios ilimitados pero nunca supondrán ningún tipo de riesgo para los beneficiarios, basta con no ejercitar las opciones en el caso en que la cotización sea inferior al precio de ejercicio fijado en el

⁶⁰ Las empresas pertenecientes al sector tecnológico son las que más promedio de planes de opciones concedida tienen con un 24,4% en 2003 [Damodaran, 2005, p. 7].

momento del establecimiento del plan. Si bien es cierto que no suponen ninguna pérdida, al menos, en cuanto a dinero líquido se refiere, si debemos establecer un matiz y es que si el beneficiario finalmente no compra las acciones, habrá dejado de ganar esa plusvalía, lo cual supone una pérdida de lo que podría haber ganado. Visto de otro modo, podría decirse que los beneficiarios a lo mejor han renunciado a recibir otro tipo de remuneración al suscribir el plan de stock options, por lo que al no ejecutarse habrán perdido aquello a lo que renunciaron. Es más, las opciones sobre acciones amplifican las pérdidas sobre las acciones como consecuencia del apalancamiento que aquéllas tienen.

La búsqueda de la maximización del valor de las acciones a través del establecimiento de los planes de opciones se solapa con la búsqueda de otros objetivos, por parte de los beneficiarios. Esto ocurrirá no sólo a nivel individual sino también a nivel colectivo, ya que “*si la consecución del mayor valor para el accionista es una meta de toda la organización, esta acabará generando una cultura orientada a ese fin*” [Argandoña, 2000c, p. 9]. Sin embargo, esta orientación debe hacerse de forma global para que todos los miembros de la organización contribuyan a alcanzar el mismo objetivo. Aspecto que se presenta más difícil cuando los beneficiarios del plan son sólo una parte de los trabajadores de la empresa, considerándose el resto como discriminados, lo que puede romper la unidad de la empresa. Este aspecto no es exclusivo únicamente de los planes de opciones sobre acciones, sino de cualquier otro sistema que vincule la retribución con el resultado económico.

1.6.2.3. Se incentiva a los beneficiarios a adoptar medidas a corto plazo: peligro del “insider trading”, supresión de dividendos, repricing, etc.

Otra de las críticas vertidas sobre las stock options es que se incentiva a que los ejecutivos adopten una perspectiva a corto plazo (*short-terminism*). Es cierto que la entrega de opciones sobre acciones pueden provocar que una vez que se acerque el momento de la ejecución del plan, se tomen medidas por parte del beneficiario para inflar el valor de las acciones en ese momento o incluso para maquillar los resultados encubriendo posibles

pérdidas o situaciones comprometidas con la finalidad de obtener los mayores beneficios posibles [Saiz, 2003, p. 16]. Sin embargo, este problema podría solucionarse, evitando que todas las opciones se puedan ejecutar de una sola vez, por lo que sería conveniente repartir a lo largo del tiempo el derecho a ejecutar las opciones⁶¹, de tal forma que se motive a los beneficiarios para la toma de decisiones a largo plazo.

Las prácticas que los administradores y directivos pueden llevar a cabo para incrementar la cotización de las acciones constituyen actuaciones que además de contravenir los ordenamientos de los mercados de valores, infringen el deber de lealtad de los administradores, al anteponer sus intereses al de los accionistas. Además, estas actuaciones pueden contribuir a la generación de las llamadas “burbujas especulativas”, y conseguir que el resto de sociedades se contagien de esas políticas, convirtiendo a la bolsa en una inmensa “burbuja”. Tales prácticas abusivas, que se han denominado “*insider trading*”⁶², pueden darse, debido a que son precisamente los beneficiarios los que tiene acceso a informaciones que pueden afectar a las cotizaciones de las acciones [Torrent, 2002, p. 2977], pudiendo llevarse a cabo de diferentes formas, tales como⁶³:

- Dando órdenes bursátiles que proporcionen “*indicios falsos o engañosos en cuanto a oferta, demanda o el precio de los valores negociables o instrumentos financieros*” (Art. 83 ter.1.a LMV).

- Asegurando el precio de las acciones “*por medio de una persona o de varias que actúan de forma concertada*” (Art. 83 ter. 1.a LMV).

⁶¹ La compañía Iberia estableció un plan de stock options con el que al cumplirse 30 meses desde el inicio de la cotización se abriría un período de un año durante el cual los trabajadores podrían ejercitar sus opciones en cuatro tramos del 25% cada uno [El País, 4-3-2001].

⁶² Según el Diccionario Espasa de términos económicos y comerciales [2003, p. 287] la expresión “*insider trading*” se traduce como una “*práctica consistente en negociar en Bolsa con la ventaja que supone el disponer de información privilegiada*”.

⁶³ La nueva normativa comunitaria en materia de abuso de mercado ha provocado la aprobación del RD 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado, para adaptar la normativa española a la comunitaria. Dicha normativa, entre otros aspectos, establece determinados indicios de cuándo una determinada práctica puede constituir manipulación de cotizaciones.

- Hinchando el precio de las acciones a través de “operaciones u órdenes que empleen dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o maquinación” (Art. 83 ter 1.b LMV).

- Difundiendo información engañosa o falsa sobre los títulos “a través de los medios de comunicación, incluido Internet, o a través de cualquier medio, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, cuando la persona que las divulgó supiera o hubiera debido saber que la información era falsa o engañosa” (Art. 83 ter.1.c LMV).

También es posible que los administradores o directivos simplemente utilicen información privilegiada en su propio beneficio [Melle, 2003, p. 9] de cara a decidir cuándo ejercitar las opciones o, una vez ejercitadas, cuándo es un buen momento para vender las acciones adquiridas e, incluso, abandonar la empresa. En este sentido, Brooks *et al.* [2006], en un estudio realizado sobre una muestra de 50.000 opciones ejercidas por 7.000 directivos de casi 2.000 compañías⁶⁴ durante el período 1996-2003, obtienen una fuerte evidencia de que los directivos usan información privilegiada para llevar a cabo el ejercicio de las opciones sobre acciones. Por su parte, Yermack [1997] sobre una muestra de 620 planes de opciones sobre acciones en 500 empresas norteamericanas durante el período 1992-1994, concluye que el establecimiento del momento de ejercicio de las opciones es una forma de influencia de los directivos en las condiciones de su propia remuneración. Carpenter y Remmers [2001], para una muestra de empresas norteamericanas durante el período 1984-1990, concluyen que existen rentabilidades anormales positivas en el momento posterior al ejercicio de las opciones, lo cual podría indicar el uso de información privilegiada por parte de los directivos.

Además de la manipulación del valor de las acciones, también pueden llevarse a cabo otras malas prácticas para conseguir que los planes de stock options, llegado el momento del vencimiento, tengan el atractivo que han perdido como consecuencia de que la cotización de las acciones no ha evolucionado favorablemente. Entre tales prácticas

⁶⁴ Para algunos contrastes del estudio realizado llegan a utilizar una muestra de 250.000 opciones ejercidas por 50.000 directivos de alrededor de 7.000 compañías.

podemos mencionar: la supresión de dividendos para los accionistas, el repricing y la recompra de acciones.

La supresión del pago de dividendos para llevar a cabo los planes de opciones sobre acciones supone anteponer los intereses de los beneficiarios a los de los accionistas, al fijarse, como objetivo fundamental, incrementar el valor de las acciones. Esto produce el consiguiente malestar de los accionistas, al ver que no recibirán dividendos, mientras que los administradores y grandes directivos reciben cifras millonarias. Tal fue el caso de Telefónica que, en 1998, suprimió el reparto de dividendos a los accionistas, a pesar de que los beneficios esperados eran de 200.000 millones de las antiguas pesetas [Diario El País, 6-11-1999], mientras que los 20 consejeros percibieron 1.057 millones de pesetas, a una media de 52,8 millones para cada miembro del consejo [Diario El País, 17-1-2000].

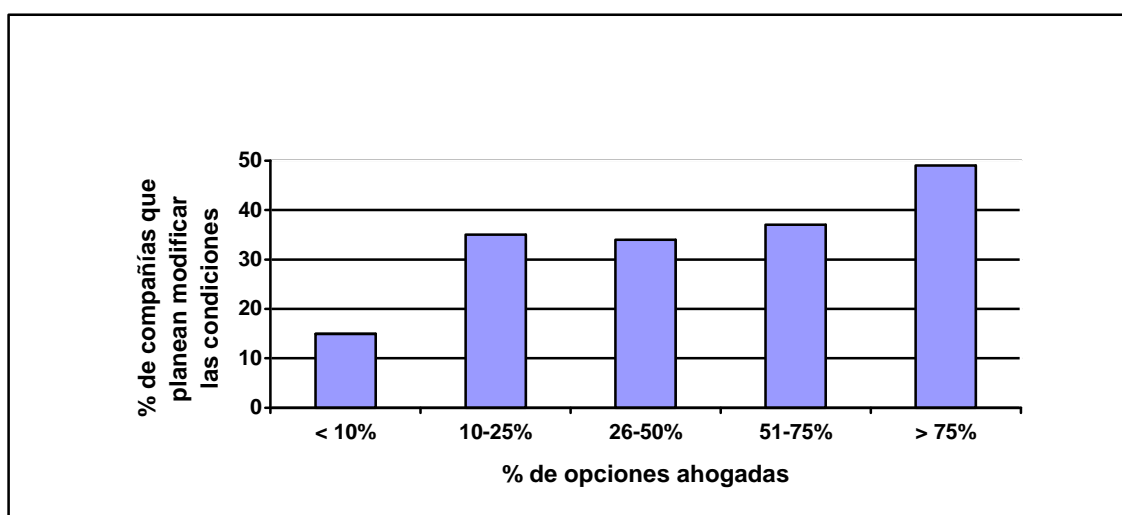
Como consecuencia de la evolución de la bolsa, puede ocurrir que llegado el vencimiento del plan de opciones sobre acciones, el precio de mercado se encuentre por debajo del precio de ejercicio, situación que los americanos han bautizado como “*opciones ahogadas*”. Ante esta situación se está extendiendo la práctica del “*repricing*”, que consiste en modificar las condiciones de los planes de opciones ya diseñados y que pueden llevarse a cabo de diferentes formas, ya sea disminuyendo el precio de ejercicio de las opciones o bien a través de la supresión del plan anterior y la sustitución por otro nuevo con opciones a un precio inferior y la prolongación para el ejercicio de las opciones [Diario El País, 3-12-2001]. Estas situaciones pueden constituir un problema de riesgo moral (*the moral hazard problem*) si el beneficiario conoce que la empresa modificará el precio de ejercicio de las opciones si éstas se convierten en “*opciones ahogadas*” [Holmstrom, 1979] suprimiendo, en estos casos, todo el aliciente para que los beneficiarios persigan el incremento de las acciones [Lang, 2004, p. 44].

Esta práctica, poco habitual durante la década de los 90, debido a la situación de “bull market” existente durante esos años en el mercado bursátil americano [Brenner *et al.*, 2000] se ha convertido en más habitual en los últimos tiempos en EEUU⁶⁵, tal y como

⁶⁵ “Según un estudio citado en la revista de Wharton, una de las escuelas de negocio más conocidas en EEUU, 99 compañías cotizadas anunciaron que habían aprobado un cambio de este tipo o tenían la intención de hacerlo en 2002. A finales de febrero de 2003, ya lo habían hecho 26 empresas y otras 180 pensaban cambiar el precio de ejercicio de sus opciones en 2003, según la misma fuente” [Diario El País, 27-4-2003].

demuestra el estudio realizado por Deloitte [2003b], en el que se recoge que el 37% de las empresas públicas de EEUU con un porcentaje de opciones ahogadas entre el 51-75% tenía intención de modificar las condiciones recogidas en los planes de opciones. El porcentaje se incrementa al 49% en las empresas que tienen más del 75% de las opciones ahogadas (ver *Gráfico 1.5*). En definitiva, las empresas que tienen un mayor porcentaje de opciones ahogadas son más propensas a llevar a cabo el repricing [Carter y Lynch, 2001, p. 223].

GRÁFICO 1.5
PORCENTAJE DE COMPAÑÍAS CON INTENCIÓN DE PRACTICAR
“REPRICING”



Fuente: Deloitte [2003b, p. 2]

En España resulta muy difícil llevar a cabo esta práctica puesto que para la modificación de los planes de opciones se requiere la aprobación de la junta de accionistas, los cuales se han mostrado muy reacios a dichos cambios. Sin embargo, podemos citar el caso de Jazztel que decidió en 2003 cancelar el plan de opciones sobre acciones (cuyo precio de ejercicio se fijó en 3 euros mientras que en la fecha de ejercicio el precio de mercado estaba por debajo de 1 euro) y aprobar uno nuevo (a un precio de 0,2 euros) con una duración de 10 años con el debido consentimiento de la Junta General de Accionistas [Diario El País, 27-4-2003].

Además de aquellas empresas que posean opciones ahogadas, existen otros tipos de empresas que son más proclives que otras a llevar a cabo el repricing. Así, las pequeñas empresas son las que más lo realizan frente a las grandes⁶⁶ [Hall, 2000, p. 25; Brenner *et al.*, 1998, p. 16] y las empresas jóvenes, de rápido crecimiento o pertenecientes al sector de alta tecnología, también son más propicias a practicar el “repricing” que otras empresas [Carter y Lynch, 2001, p. 207].

A nivel empírico, varios estudios han intentado mostrar los factores que llevan a las diferentes empresas a llevar a cabo el “repricing” en situaciones normales⁶⁷, concluyendo que la evolución del mercado no influye significativamente en la realización de la práctica del repricing, sino que es el mal rendimiento continuado de la propia sociedad lo que motiva a llevar a cabo dicha práctica [Brenner *et al.*, 1998, p. 16; Chance *et al.*, 2000, p. 152; Carter y Lynch, 2001, p. 223].

El trasfondo de esta cuestión va más allá de la mera modificación del precio de ejercicio, poniendo en tela de juicio el objetivo de los planes [Grein *et al.*, 2003, p. 5], de tal forma que si la caída de los precios de la acción no son atribuibles a una mala gestión, justificación que se da para llevar a cabo el “repricing”, igualmente podría pensarse que, el alza de las cotizaciones, tampoco es atribuible a la gestión llevada a cabo por la empresa, aspecto que constituye en sí mismo una de las críticas recibidas por este tipo de retribución.

Por último, otra de las prácticas, que están llevando a cabo algunas empresas, con planes de opciones, es la recompra de acciones, que tiene un doble objetivo: por un lado, para falsear el precio de mercado, al traficar con acciones propias y, por otro, para invertir la tendencia bajista con el consiguiente efecto sobre el beneficio que obtendrán los beneficiarios cuando ejerciten sus opciones [Sánchez Andrés, 2000, p. 65]. Para llevar a cabo la citada compra de acciones algunas sociedades están tomando dinero a préstamo o

⁶⁶ En 1998, menos del 2% de las grandes empresas modificaron el precio de las opciones que habían concedido a los equipos de alta dirección [Hall, 2000, p. 25].

⁶⁷ Otros estudios se han llevado a cabo en situaciones específicas tales como el de Gilson y Vetsuypens [1993] que estudia el repricing llevado a cabo por empresas que se encuentran en una mala situación financiera o el estudio de Saly [1994] que observa los casos de repricing que se produjeron después de la quiebra del mercado estadounidense de 1987.

emitiendo deuda lo que provoca que al reemplazar el “*free float*” (capital disperso) por deuda, además del disfrute de mayores cuotas de canje cuando la opción se ejercita, “*es que los administradores aumenten directamente su cuota de participación y el poder de control dentro de la sociedad en la misma medida que disminuye el número de acciones en circulación*” [Sánchez Andrés, 2000, p.66], y todo esto sin que a los administradores les cueste nada, puesto que el dinero proviene de los obligacionistas o de los suscriptores.

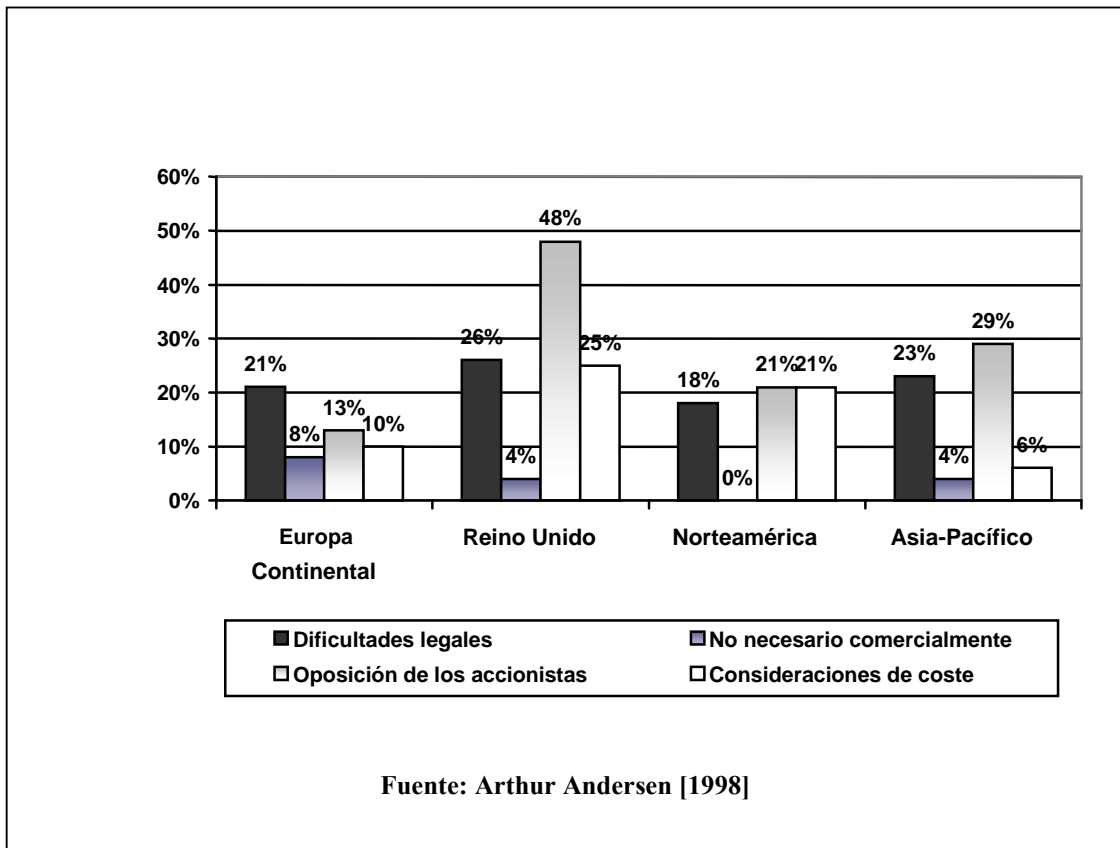
En EEUU esta práctica de recompra de acciones también viene estando en el punto de mira de la doctrina lo que ha llevado a realizar algunos estudios para ver si existe conexión entre la compra de acciones propias y la entrega de planes de opciones sobre acciones, especialmente por lo que se refiere al impacto en el cálculo de los beneficios por acción. En el estudio realizado por Bens *et al.* [2003], con una muestra de 357 empresas pertenecientes al S&P 500 durante el período 1996-1999, concluyeron que la recompra de acciones estaba relacionada con el deseo de las sociedades de conseguir resultados crecientes en sus beneficios por acción para compensar el efecto que la entrega de opciones sobre acciones tiene sobre aquel ratio. Tal conclusión levantó muchas ampollas en diversos sectores, entre ellos, el académico, de ahí que posteriormente se publicaran diversos artículos en respuesta a aquel. Así, Larcker [2003] criticó las conclusiones de Bens *et al.* [2003], exponiendo que existen otras explicaciones a los resultados obtenidos por aquellos como, por ejemplo, que las compañías que usan opciones sobre acciones como forma de compensación disponen de más efectivo que las compañías que sólo usan la compensación en efectivo, es por ello que podrían destinar ese exceso de efectivo a la compra de acciones propias con el objetivo de satisfacer los contratos de opciones sobre acciones.

1.6.2.4. Otras críticas.

Haciendo alusión al anteriormente mencionado estudio realizado por Andersen [1998], sobre las razones alegadas para no implantar sistemas basados en acciones, podemos destacar la oposición de los accionistas (fundamentalmente en Reino Unido, con

un 48%), seguida por las dificultades legales, consideraciones de coste y, por último, con escasa importancia, que no es necesario comercialmente (ver *Gráfico 1.6*).

GRÁFICO 1.6
RAZONES POR LAS QUE NO SE HA IMPLANTADO UN SISTEMA DE
INCENTIVOS BASADOS EN ACCIONES



1.7. LA RETRIBUCIÓN DE LOS CONSEJEROS Y LOS “CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO”.

La inexistencia de una regulación completa y eficaz sobre la retribución de los consejeros y directivos de las sociedades, ha llevado al establecimiento de retribuciones exageradas en algunas empresas con escasa transparencia, lo que ha “suscitado

preocupación entre los accionistas, los empleados, los políticos y la prensa, entre otros colectivos” [Garricano y Gurriarán, 2000, p. 74]. Ante esta situación, los códigos de buen gobierno han alcanzado una gran importancia con respecto a este tema, ya que “el marco legal de la retribución de los administradores sigue siendo en nuestro Derecho ampliamente dispositivo, remitido a la libre autonomía de la voluntad y, en definitiva, al Derecho negocial surgido de los estatutos y del funcionamiento de los órganos de gobierno de la sociedad” [Olivencia, 2003, p. 32].

Es el importe de las retribuciones a entregar a los directivos y administradores, el aspecto que más debate ha venido suscitando y donde no son unánimes las recomendaciones [Olivencia, 2003, p. 33; Torrent, 2002, p. 2964], especialmente, en el caso de los consejeros independientes, con respecto a los cuales una excesiva remuneración pondría en peligro su característica más importante, su independencia.

1.7.1. El surgimiento de los “Códigos de Buen Gobierno”.

En los últimos tiempos se han venido desarrollando en diferentes países una serie de informes que incluyen recomendaciones para el buen funcionamiento de los Consejos de Administración, conocidos como “Códigos de Buen Gobierno”⁶⁸. El objetivo perseguido es dotar de mayor transparencia y eficacia al órgano de dirección de las sociedades, para “lograr que el manejo de esas sociedades sea profesional y contemple los intereses de los accionistas minoritarios” [Aguerre, 2000, p. 1].

El punto de partida de los numerosos y distintos informes sobre el funcionamiento de los órganos de gobierno y, en especial, de los Consejos de Administración ha sido, en primer lugar, la reiteración de escándalos financieros que han causado daños considerables

⁶⁸ Los “Códigos de Buen Gobierno” se basan en el concepto de Gobierno corporativo (“Corporate Governance, en el mundo anglosajón) que se define como “*aquel sistema por el cual los negocios corporativos (de las empresas) son dirigidos y controlados y donde se establecen derechos y obligaciones entre las diferentes personas involucradas en la empresa: propietarios, directores, administradores, accionistas y simples empleados así como también las reglas y procedimientos para la toma de decisiones sobre esos negocios*”, definición dada por la Organización Económica para la Cooperación y el Desarrollo (OECD) en su informe de Abril de 1999.

no sólo a los accionistas de la sociedad sino también a sus acreedores y, en segundo lugar, la cada vez mayor importancia de los accionistas institucionales, la aparición de grupos de accionistas activistas, la privatización de empresas públicas y la presión de los medios de comunicación. Todo ello ha hecho que el desarrollo del funcionamiento normal de la empresa sea una cuestión de máxima actualidad.

Hay gran variedad de códigos que han surgido fundamentalmente en países que cuentan con un mercado de capitales relevante. No obstante, se ha de observar que dichos códigos no son de obligado cumplimiento⁶⁹, sino constituyentes únicamente de recomendaciones, basado en el enfoque anglosajón del “soft law” consistente en “*la autorregulación, la aceptación de los principios como norma de conducta, como valores éticos en defensa de los intereses sociales*” [Bueno, 2002, p. 33].

Los primeros pasos en materia de redacción de códigos fueron dados en los años ochenta por los países anglosajones, EEUU y Reino Unido, pasando posteriormente a ser desarrollado, sin duda, bajo su influencia, en otros países tales como Canadá (*Informe Chair en 1994*), Francia (*Informe Vienot en 1995*), Holanda (*Informe Peters en 1997*), Italia (*Informe Draghi y Raccomandazioni in materia di controlli societari en 1997*), etc., llegando también a España que, en 1998, elaboró su Informe Olivencia. En Europa existen 37 códigos de buen gobierno, de los que 12 corresponden al Reino Unido mientras que en Austria y Luxemburgo no se ha redactado ninguno [Zurutuza, 2004, p. 179].

En EEUU, los trabajos realizados por el American Law Institute dieron como fruto, en mayo de 1993, a los *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*⁷⁰. Posteriormente, se han sucedido muchos trabajos, entre ellos, *Global Corporate Governance Principles* [1999], *Principles of Corporate Governance: Analysis & Recommendations* [2002], *Principles of Corporate Governance* [2002], *Corporate*

⁶⁹ “Sólo en Italia y Alemania se han avanzado reformas legislativas en este campo, en Italia (también precedido por el Informe Draghi y por las Raccomandazioni in materia di controlli societari de la CONSOB de 20 de febrero de 1997) en el Testo Unico para la Reforma de los Mercados Financieros y Gobierno corporativo de 28 de febrero de 1998, y en Alemania donde en este campo se ha sentido la influencia americana e inglesa, por la Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraGesetz), de 27 de abril de 1998 que modifica en muchos puntos la AktienG. y el HGB” [Torrent, 2002, p. 2963].

⁷⁰ Puede encontrarse una traducción de dicho Informe en Esteban Velasco, G. (1999): “El gobierno de las sociedades cotizadas”. Editorial Marcial Pons, Madrid, pp. 861-884.

Governance Rule Proposals [2002] y Commission on Public Trust and Private Enterprise Finding and Recommendations: *Part 2, Corporate Governance* [2003]⁷¹.

CUADRO 1.6
EVOLUCIÓN INTERNACIONAL DE LOS PRINCIPALES INFORMES Y
CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO

Período de iniciación: 1978-1989	Período constituyente: 1990-1994
Informe FCPA (USA-77)	Informe IAIM (IRLANDA-91)
Informe FSL (USA-78)	Informe ALI (USA-92)
Informe SEC (USA-80)	Informe CADBURY (REINO UNIDO-92)
Informe NYSE (USA-88)	Informe CADBURY (REINO UNIDO-94)
Informe MCDONALD (CANADÁ-88)	Informe DEY (CANADÁ-94)
Informe TREADWAY (USA-89)	Informe KING (SUDÁFRICA-94)
Informe BOLSA HONG KONG (1989)	
Período de desarrollo: 1995-1996	Período actual o de madurez: 1997-1998
Informe BOSH (AUSTRALIA-95)	Informe PETERS (HOLANDA-97)
Informe AIMA (AUSTRALIA-95)	Informe KEIDANREN (JAPÓN-97)
Informe VIENOT (FRANCIA-95)	Informe INTERIM (JAPÓN-97)
Informe LEVY-LANG (FRANCIA-95)	Informe de KIRGUIZISTÁN (1997)
Informe GREENBURY (REINO UNIDO-95)	Informe CONFEDERACIÓN INDUSTRIAL (INDIA-97)
Informe ERNST & YOUNG (REINO UNIDO-95)	Informe DE BRASIL (1997)
Informe CÍRCULO DE EMPRESARIOS (ESPAÑA-96)	Informe OCDE (1998)
Informe KIRBY (CANADÁ-96)	Informe HAMPEL (REINO UNIDO-98)
Informe PIAC (CANADÁ-96)	Informe OLIVENCIA (ESPAÑA-98)
Informe TIAA-CREF (USA-96)	Informe FBC (BÉLGICA-98)
Informe NACD (USA-96)	Informe CALPERS (USA-98)
Informe MARINI (FRANCIA-96)	Informe CORDÓN (BÉLGICA-98)
Informe ASE (HOLANDA-96)	
Estudio EGON ZEHNDER (REINO UNIDO-96)	

Fuente: Bueno Campos [1998, p. 113]

En el Reino Unido, el interés en la confiabilidad de los informes financieros aumentó por los conocidos fracasos de esta índole, tales como los del Banco de Crédito y Comercio Internacional y el Imperio de Robert Maxwell. En 1991, la Bolsa de Valores de Londres y la profesión contable establecieron en esta ciudad el Comité Cadbury formado

⁷¹ Todos estos trabajos se encuentran disponibles en la página web del *European Corporate Governance Institute* (ECGI), <http://www.ecgi.org>.

por profesores, empresarios y expertos, y presidido por Sir Adrian Cadbury que hizo público el resultado de sus trabajos⁷² en diciembre de 1992. El Comité comenzó revisando la estructura y responsabilidades del Consejo de Administración, resumidas al final en un “Code of Best Practice” dirigido a los Consejos de Administración de todas las compañías cotizadas⁷³ en el Reino Unido, animando, asimismo, al mayor número posible de las empresas no cotizadas a ajustarse a sus mandatos. El Código Cadbury se centró “*en la enumeración de los valores necesarios para contribuir al buen gobierno de las sociedades y en el refuerzo de los mecanismos de control de las sociedades cotizadas y de la responsabilidad de los consejeros*” [Carazo, 2003, p. 61].

A pesar de estas recomendaciones, se consideró escaso el tratamiento de las remuneraciones al no analizarlo en profundidad, por lo que se creó un nuevo comité formado por 11 miembros, todos ellos presidentes de importantes compañías industriales o de inversión, y presidido por Sir Richard Greenbury, que publicó, en fecha de 17 de julio de 1995, un informe⁷⁴ que consta de tres partes: una introducción, un Código de mejor práctica y una lista de recomendaciones. Consta, a su vez, de cuatro apartados: los Comités de Retribución, la publicidad de las remuneraciones, la política retributiva y los contratos de prestación de servicios de los administradores.

Posteriormente, en 1998, se produce una revisión de los informes anteriores desarrollados en el Reino Unido (Cadbury y Greenbury) y se obtiene como resultado el Informe Hampel⁷⁵. Con posterioridad, el Informe Higgs y el Informe Smith, ambos

⁷² El Informe completo, “*Report of the Committee on the financial aspects of Corporate Governance*”, se encuentra traducido en Esteban Velasco, G. (1999): “*El gobierno de las sociedades cotizadas*”. Editorial Marcial Pons, Madrid, pp. 767-817.

⁷³ “*La Bolsa de Londres fomenta el cumplimiento del “Código de mejor práctica” exigiendo entre los trámites para cotizar que la sociedades declaren si están adheridas o no al código o a sus recomendaciones fundamentales y, en su caso, las razones de no hacerlo. Tales declaraciones han de incluirse a partir del 30 de junio de 1993 en el Informe anual y habrán de ser verificadas por los Auditores. Pero este requisito no es condición para poder cotizar ni su incumplimiento lleva consigo sanciones. Además, en la medida en que tengan la condición de recomendaciones, caen fuera de la función de los Auditores*” [San Sebastián, 1994, p. 270].

⁷⁴ Informe titulado: *Director’s Remuneration. Report of a Study Group chaired by Richard Greenbury*. Puede encontrarse una traducción de dicho Informe en Esteban Velasco, G. (1999): “*El gobierno de las sociedades cotizadas*”. Editorial Marcial Pons, Madrid, pp. 819-823.

⁷⁵ Informe titulado *Committee on corporate governance: final report*, cuya traducción puede encontrarse en Esteban Velasco, G. (1999): “*El gobierno de las sociedades cotizadas*”. Editorial Marcial Pons, Madrid, pp. 825-859.

aprobados en enero de 2003, se han centrado en las funciones de los consejeros no ejecutivos y en la comisión de auditoría respectivamente. Ante estas revisiones, finalmente se elaboró un Código Combinado sobre Gobierno Corporativo aprobado en julio de 2003 que fue revisado en junio de 2006⁷⁶.

En España, bajo la influencia anglosajona, se inició en febrero de 1997 la elaboración de un Código, encargado a una Comisión Especial, presidida por D. Manuel Olivencia Ruiz, y cuya redacción final vio la luz en marzo de 1998, al que se ha llamado “Informe Olivencia” o “Gobierno de las sociedades cotizadas”. Consta de tres partes: una introducción, un informe sobre el Consejo de Administración y un Código de buen Gobierno, donde se recogen 23 recomendaciones destinadas fundamentalmente a las empresas que cotizan en bolsa.

A nivel europeo, en abril de 2002, se encargó al Grupo de Expertos sobre Derecho de Sociedades de la Unión Europea la realización de un estudio del gobierno corporativo, del impacto del caso Enron sobre el Derecho de Sociedades y de las prácticas de gobierno corporativo en Europa, constituyendo la culminación del mismo el conocido Informe Winter⁷⁷. Uno de los puntos clave estudiados fue la transparencia de los sistemas retributivos de los administradores de las sociedades cotizadas, por considerarse un área donde pueden surgir conflictos de intereses. Entre las recomendaciones recogidas en dicho informe se pueden destacar, por un lado, la necesidad de establecer un régimen de transparencia de la política de remuneración de la compañía y de la retribución individual de cada administrador y, por otro, impulsar el papel de los directivos independientes en las decisiones donde existe riesgo de conflicto de intereses, como es el nombramiento y remuneración de los administradores.

⁷⁶ Financial Reporting Council (2006): *The Combined Code on Corporate Governance* [En línea] <http://www.ecgi.org>.

⁷⁷ Nombre que se debe al Presidente del Grupo de Expertos sobre Derecho de Sociedades de la Unión Europea, Jaap Winter y que lleva por título “Report of the High Level Group of Company Law Experts”, disponible en la página web http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company. Dicho informe es analizado por Guerra Martín, G (2003): “*El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia en el movimiento de reforma del Derecho Europeo*”, Editorial Aranzadi, Navarra, pp. 576-586.

CUADRO 1.7
CONTENIDO DE LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO EN ESPAÑA
(1996-2003)

AÑO	INFORME	CONTENIDO
1996	Círculo de Empresarios	Consejo: dimensión, composición, obligaciones del consejero, edad de retiro, información, responsabilidad. Comités: auditoría, retribuciones, autoevaluación Presidente Otros funcionarios: secretario.
1998	Comisión Nacional del Mercado de Valores	Misión del Consejo. Composición. Estructura. Funcionamiento. Designación. Información. Relaciones con el Consejo.
1998	Olivencia	Consejo de Administración: función, composición, tipos de consejeros, funcionamiento, designación, retribución, deberes. Relación con los mercados: transparencia, información. Relación con los auditores.
2003	Aldama	Criterios y pautas en lo que se refiere al gobierno de las sociedades, a su relación con una serie de empresas de servicios profesionales y a establecer tales criterios y pautas con vistas a aumentar la transparencia y la seguridad en los mercados.

Fuente: García Soto [2003, p. 13]

El 4 de septiembre de 2002, en España el Gobierno⁷⁸ encargó realizar un informe a la Comisión Especial para la Transparencia y Seguridad de los Mercados Financieros y Sociedades Cotizadas (presidida por D. Enrique Aldama Miñón) que debía contener el estado del cumplimiento de los códigos de conducta de los consejos de administración en las sociedades cotizadas así como propuestas para mejorar la transparencia de los mercados. En enero de 2003, se publicó el Informe Aldama que trata los siguientes puntos: I) Consideraciones generales sobre la situación del cumplimiento de los códigos de conducta tras la publicación del Código Olivencia; II) Análisis del principio de

⁷⁸ No sólo se han realizado en España informes y códigos a instancias del gobierno sino que también diferentes instituciones han manifestado sus opiniones sobre el tema. Así, el Círculo de Empresarios emitió su opinión en el documento “El gobierno de las sociedades cotizadas” (puede consultarse en <http://www.circulodeempresarios.org>). También, el Instituto de Empresa presentó un informe titulado “Una propuesta independiente de reforma del Gobierno Corporativo”, liderado por el profesor Tomás Garicano, en colaboración con las empresas Spencer Stuart y Deloitte & Touche, contando, además, con la colaboración de 7 altos cargos de compañías españolas y multinacionales [Carazo, 2003, p. 62].

transparencia y del deber de informar; III) Análisis del principio de seguridad y del deber de lealtad, así como de las responsabilidades de los administradores; IV) Examen de los órganos de gobierno; V) Examen de los prestadores de servicios profesionales; y VI) Determinación del alcance de las recomendaciones recogidas en este informe.

Este Informe, en opinión de Sierra y Orta [2005, p. 11], “*da un paso más hacia la regulación de las sociedades cotizadas en España, empezado en 1998 con el informe anterior*” al completar y matizar algunos aspectos sobre los Consejos de Administración e impulsar el papel de la Junta General de Accionistas.

Posteriormente, en la Orden ECO/3722/2003⁷⁹ se recogió la intención de elaborar un documento sobre gobierno corporativo, al recoger que la CNMV “*elaborará un documento único sobre gobierno corporativo con las recomendaciones existentes, que podrán servir como criterio para la adopción de las normas de buen gobierno por parte de las sociedades, y para la justificación o explicación de las normas o prácticas que apruebe o realice la sociedad*”. Así, en julio de 2005, el Consejo de Miembros aprobó un “Acuerdo por el que se encomienda a la CNMV la unificación y actualización de las recomendaciones sobre gobierno corporativo”, constituyendo un Grupo de Trabajo Especial, con la función de asesorar a la Comisión en dicha tarea. Para la armonización y actualización de las recomendaciones, la CNMV deberá guiarse por los siguientes principios:

- Las recomendaciones que la Unión Europea apruebe con respecto al tema del gobierno corporativo, y, en particular, las publicadas con fecha 14 de diciembre de 2004 y 15 de febrero de 2005 sobre remuneración de los consejeros y el papel de los administradores no ejecutivos. Así, también deberán tenerse en cuenta los principios de Buen Gobierno Corporativo de la OCDE⁸⁰.

⁷⁹ Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades. Para las entidades de crédito, se aprobó la Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otra información de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

⁸⁰ Estos principios se encuentran disponible en la página web de la CNMV, concretamente en la siguiente dirección: [//www.cnmv.es/publicaciones/COBG/principles2004.pdf](http://www.cnmv.es/publicaciones/COBG/principles2004.pdf).

- Cualquier otro documento que sea propuesto por el Grupo de Trabajo cuya publicación sea posterior al Informe Aldama.

El Grupo Especial que finalmente se constituyó el 16 de septiembre de 2005, aprobó el 19 de mayo de 2006, por unanimidad:

- La propuesta de Código Unificado de Buen Gobierno; y
- Recomendaciones Complementarias dirigidas al Gobierno, a la CNMV y a las instituciones financieras españolas.

Ambos documentos forman parte del Informe del Grupo Especial de Trabajo sobre el Buen Gobierno de las sociedades cotizadas⁸¹, el primero, como Anexo I y, el segundo, como Anexo II. Las empresas deberán comenzar a informar del seguimiento del CUBG en los informes anuales de buen gobierno del año 2007, que se publicarán en el 2008.

El texto definitivo del CUBG nada tiene que ver con el primer borrador elaborado, que suscitó gran cantidad de críticas y opiniones en contra, situación que retrasó alrededor de 2 meses el texto definitivo, previsto inicialmente para antes del 31 de marzo de 2006. La oposición fue tal que 22 de las empresas del IBEX-25 y otras 5 empresas no incluidas en dicho índice suscribieron un documento en contra del citado borrador donde se cuestionaban las 72 recomendaciones del proyecto. Además, la patronal bancaria AEB y la cúpula de la patronal CEOE mostraron también públicamente su disconformidad con el borrador. Ante tales críticas, finalmente el texto definitivo se suavizó con respecto a lo inicialmente recogido, sin embargo, algunos han considerado que “*se ha suavizado tanto que incluso se ha quedado corto*” [Saiz, 2006, p. 4].

1.7.2. Recomendaciones sobre la retribución de los consejeros.

Las recomendaciones clásicas recogidas por la mayoría de los códigos de buen gobierno se refieren, por un lado, a la creación de un Comité, integrado en su mayoría de

⁸¹ Este documento se encuentra disponible en la página web de la CNMV, <http://www.cnmv.es>.

consejeros independientes, que será el encargado de proponer las políticas retributivas de los consejeros y, por otro, los aspectos a tener en cuenta sobre estas retribuciones: 1) importe de las retribuciones; 2) estructura de las retribuciones; y, 3) transparencia de la información suministrada sobre las retribuciones.

Sin embargo, una de las novedades incluidas en el Código Unificado de Buen Gobierno español, no recogida en los anteriores códigos, es el hecho de que el Consejo de Administración elabore y apruebe un informe sobre la política de retribuciones, medida adoptada en base a la Recomendación de 14 de diciembre de 2004 de la Comisión Europea relativa a la promoción de un régimen adecuado de remuneración de los consejeros de las empresas con cotización en bolsa.

1.7.2.1. Elaboración y aprobación de la política de retribuciones.

El Código Unificado de Buen Gobierno recomienda la elaboración por parte de todas las sociedades de la política de retribuciones, la cual se redactará al margen de los estatutos y tiene por objetivo “*crear un marco público de compromiso al que se sujeten las percepciones de los consejeros durante un período más o menos largo de tiempo* [De Martín, 2005, p. 1152].

La política de retribuciones aprobada por el Consejo debe pronunciarse, como mínimo, sobre las siguientes cuestiones [CUBG, 2006, Recomendación 34]:

- a) Importe de los componentes fijos, con desglose, en su caso, de las dietas por participación en el Consejo y sus Comisiones y una estimación de la retribución fija anual a la que den origen;
- b) Conceptos retributivos de carácter variable, incluyendo, en particular:
 - i) Clases de consejeros a los que se apliquen, así como explicación de la importancia relativa de los conceptos retributivos variables respecto de los fijos.
 - ii) Criterios de evaluación de resultados en los que se base cualquier derecho a una remuneración en acciones, opciones sobre acciones o cualquier componente variable;

- iii) Parámetros fundamentales y fundamento de cualquier sistema de primas anuales (bonus) o de otros beneficios no satisfechos en efectivo; y
 - iv) Una estimación del importe absoluto de las retribuciones variables a las que dará origen el plan retributivo propuesto, en función del grado de cumplimiento de las hipótesis u objetivos que tome como referencia.
- c) Principales características de los sistemas de previsión (por ejemplo, pensiones complementarias, seguros de vida y figuras análogas), con una estimación de su importe o coste anual equivalente.
- d) Condiciones que deberán respetar los contratos de quienes ejerzan funciones de alta dirección como consejeros ejecutivos, entre las que se incluirán:
- i) Duración;
 - ii) Plazos de preaviso; y
 - iii) Cualesquiera otras cláusulas relativas a primas de contratación, así como indemnizaciones o blindajes por resolución anticipada o terminación de la relación contractual entre la sociedad y el consejero ejecutivo.

El citado informe sobre la política de retribuciones deberá someterse, con carácter consultivo, a la aprobación de la Junta General de Accionistas, debiendo presentarse como un punto separado del orden del día. Dicho informe debe centrarse en la política de retribuciones para el año en curso y para los años futuros, haciendo especial hincapié en los cambios más significativos incluidos en el año presente con respecto al anterior. Además debe incluirse un resumen de cómo se aplicó la política de retribuciones en el ejercicio anterior y el papel desempeñado por la Comisión de Retribuciones y de los asesores externos, si procede.

A este respecto cabe hacer varias puntualizaciones. Por un lado, el hecho de someter a consulta el informe de la política de retribuciones es una mera formalidad⁸², puesto que no afectará a su contenido ni a su validez, sin embargo, tal y como pone de manifiesto el propio Código, “*puede constituir un voto de confianza o censura a la gestión de los administradores*”. Por otro lado, el hecho de recoger en el informe datos sobre la

⁸² A este respecto, Sánchez-Calero [2006, p. 56] opina que “*quizás lo que ha llevado a adoptar en este punto una posición de prudencia y a mantener ese carácter consultivo del voto, sea la experiencia que se ha encargado de poner de manifiesto cómo la regla general enseña que cuando los administradores conocen un acuerdo de inequívoco rechazo de la retribución que proponen, a pesar de su carácter consultivo, renuncian a ella y presentan la dimisión del cargo. Dimisión que está inspirada en la acertada consideración de que si los accionistas no comparten la pretensión del administrador de recibir una determinada cantidad, están enviándole un mensaje de discrepancia con su actuación y que en tal caso, la dimisión puede ser la salida más correcta*”.

política retributiva del presente, futuro y pasado permitirá a los accionistas “*establecer una relación entre la retribución de los administradores y la evolución de la actividad y los resultados de la sociedad*” [Sánchez-Calero y Puyol, 2004, p. 195].

1.7.2.2. Creación de un Comité de Retribuciones.

El Informe Olivencia partió de la idea “*que la retribución de los consejeros representa un tema de capital importancia en el buen gobierno de la compañía, y como tal, constituye una legítima preocupación de los accionistas*” [Informe Olivencia, II.7.3].

Para el control de las políticas de retribución, se recomendó el establecimiento de una Comisión de Retribuciones formada por consejeros externos, dominicales e independientes, en una proporción similar a la existente entre socios de control y capital flotante⁸³ [Informe Olivencia, II.3.6] y con las siguientes competencias [Informe Olivencia, II.7.1]:

a) Proponer al Consejo de Administración el sistema y la cuantía de las retribuciones anuales de los consejeros.

b) Revisar periódicamente los programas de retribución, ponderando su adecuación y sus rendimientos.

c) Velar por la transparencia de las retribuciones.

Dentro del Código Olivencia, la creación de una Comisión de Retribuciones, apareció recogida en la Recomendación 8ª al establecer que “*el Consejo de Administración constituya en su seno Comisiones delegadas de control compuestas exclusivamente por consejeros externos, en materia de información y control contable (Auditoría); selección de consejeros y altos directivos (Nombramientos); determinación y revisión de la política de retribuciones (Retribuciones); y evaluación del sistema de gobierno (Cumplimiento)*”.

El cumplimiento de la recomendación de crear un Comité de Retribuciones, recogida en los diferentes códigos de buen gobierno, ha seguido caminos dispares, pues mientras que, en EEUU, *“es el segundo comité de supervisión más habitual en los Consejos de Administración de las sociedades cotizadas, estando presente, (...) en un 99% de las mismas”* [Guerra Martín, 2003, p. 400], en España, se ha constatado que es una de las recomendaciones menos seguida. Según un estudio realizado por la CNMV en el año 2002 con respecto al cumplimiento del Código durante al año 2001, la citada recomendación era seguida parcialmente por el 27% de las empresas y no seguida por el 15%. Sin embargo, habría que puntualizar que el no cumplimiento de la recomendación no se debe a que no se hayan creado órganos de apoyo, ya que el 71% de las empresas encuestadas afirman haber creado todos, entre otros, el Comité de Retribuciones, sino a que en dichos Comités no sólo se incluyen a consejeros externos sino que también se han incluido a consejeros ejecutivos [CNMV, 2002c, p. 9].

La recomendación de crear un Comité de Retribuciones por parte del Informe Olivencia recibió críticas tanto por las funciones atribuidas como por las que no le fueron asignadas. Entre las primeras, ha resultado criticable el hecho de haber creado un comité *“con poca capacidad decisoria, totalmente dependiente del Consejo de Administración”* [Medina Aína, 2001, p. 164], que debe limitarse únicamente a la elaboración de propuestas sobre los sistemas retributivos que deberá llevar al Consejo de Administración, órgano que será el que acepte o rechace dichas propuestas. Una posible solución podría ser que *“se previera su constancia estatutaria con el fin de facilitar el desempeño de sus funciones, dándoles mayor independencia y capacidad de decisión, tal como establece el Código Greenbury”* [Medina Aína, 2001, p. 162].

La limitación de las funciones de la Comisión de Retribuciones a la mera propuesta, ha sido analizada por diferentes autores. Así, según Torrent [2002, p. 2982] la Comisión Olivencia, *“no pudo o no quiso ir más lejos, acaso por la falta de tradición entre nosotros de la figura del consejero independiente con lo que está limitando claramente el papel de este tipo de consejeros”*. Por su parte, Juste Mencía [1999, p. 524] atribuye la falta de

⁸³ Los consejeros independientes representan a los intereses del capital flotante (accionistas ordinarios) mientras que los consejeros dominicales representan a los accionistas de control (accionistas significativos) (Código Olivencia, II.3.6).

funciones determinantes a la Comisión de Retribuciones “*a las dudas que sobre la competencia de un órgano distinto a la Junta General se suscitan en nuestra doctrina*”.

Entre las funciones otorgadas no se encuentran algunas “*que serían parte importante de las funciones de la comisión de retribuciones, como por ejemplo, el diseño y la aprobación de la retribución del máximo directivo (...), la aprobación de las condiciones retributivas de la alta dirección, la evaluación de la actuación del máximo directivo, (...) la revisión de la evaluación de la alta dirección, o la evaluación del rendimiento de los consejeros y del consejo de administración como máximo órgano de administración de la empresa*” [Garicano y Gurriarán, 2004, p. 75].

El Código Unificado de Buen Gobierno [2006] no ha superado las anteriores críticas, ya que no ha asignado al Comité de Retribuciones otras funciones que no sean las de elevar al Consejo de Administración sus propuestas en materia de retribuciones. No obstante, debemos destacar que recoge la posibilidad de que dicho Comité consulte al Presidente y al primer ejecutivo de la sociedad los aspectos retributivos relativos a los consejeros ejecutivos y altos directivos.

Donde sí se establecen importantes diferencias, con respecto a los anteriores códigos, es en la composición del Comité de Retribuciones, ya que el Código Unificado establece que debe estar compuesto exclusivamente por consejeros externos, con un mínimo de tres, sin perjuicio de que si los miembros del Comité así lo aprueban, puedan asistir a las diferentes sesiones consejeros ejecutivos o altos directivos. Esta exigencia no se presenta muy difícil de cumplir, ya que según un estudio realizado por Spencer Stuart [2004] con una muestra de 90 empresas españolas (incluidas todas las empresas del IBEX-35 excepto una) mostró que el 93% de los miembros de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones eran consejeros externos.

1.7.2.3. Aspectos destacables de las retribuciones.

Tres son los aspectos básicos sobre los que los diferentes códigos han querido establecer sus recomendaciones: el importe que deben alcanzar las retribuciones, la estructura o tipos de remuneraciones que deben otorgarse a los diferentes consejeros y, por último, y quizá el más importante, la transparencia que debería reinar en la comunicación de las informaciones referidas a las retribuciones de los consejeros.

1.7.2.3.1. Importe de las retribuciones.

La línea general de los diferentes códigos de buen gobierno ha sido la de dejar libertad a la empresa para establecer la cuantía, sin poner topes máximos al importe, al considerarse que *“el legislador no debe imponer cuantías máximas sino dejar la cuestión en manos de la libertad de las partes y de las necesidades de cada empresa”* [De Martín, 2005, p. 1155].

A pesar de que la empresa dispone de libertad para fijar las retribuciones, éstas deben calcularse, siguiendo el principio de moderación, de forma que ofrezcan incentivos suficientes para la dedicación del consejero, pero a la vez, que no comprometan su independencia [Código Olivencia, II.7.2]. La primera dificultad encontrada en las recomendaciones del Código Olivencia es saber si la misma se refiere a los consejeros externos e internos, ya que no se señala expresamente. Torrent [2002, p. 2987] ha interpretado que *“de su contexto general se desprende que a cualquier consejero tanto ejecutivo como no ejecutivo, y no a los independientes propiamente como se señala en el mundo anglosajón”*.

El tema del importe de las retribuciones de los consejeros, tanto externos como internos, ha sido y sigue siendo uno de los temas más controvertidos de los códigos de buen gobierno, lo cuales no ponen límites a la retribución, limitándose a recoger una serie de recomendaciones. La moderación que se recomienda a nivel general no debe desembocar en escasez, ya que ésta provocaría dificultades para encontrar *“personas de valía que se atrevan –conscientemente y con la pretensión de ser activos, diligentes y responsables– con el reto de ser miembros del Consejo de Administración”* [Garicano y

Gurriarán, 2004, p. 76]. Mucho más difícil se presenta la tarea de traducir en cifras lo que debe entenderse como retribución moderada, estableciéndose como solución generalizada que la retribución de cada consejero se establezca en función del nivel de dedicación y trabajo individual [Iranzo, 2004, p. 83].

Por otra parte, debería diferenciarse la figura de los consejeros internos o ejecutivos y los independientes, ya que es evidente que no llevan a cabo las mismas funciones ni dedican el mismo tiempo y esfuerzo, siendo mucho más delicada la determinación de la retribución de los consejeros independientes, los cuales, por su función a cumplir, deben recibir un importe que sea suficiente, pero sin comprometer su independencia. La solución aportada por el Círculo de Empresarios [2002, p. 11] consiste en evitar que los consejeros independientes se sientan “*condicionados por una remuneración excesiva, debiendo ésta ser pública*”. Destaca la no diferenciación de estas dos figuras en el Código Olivencia que, en este caso, no ha seguido la línea marcada por los códigos del Reino Unido, cuyas recomendaciones van dirigidas fundamentalmente a estos consejeros independientes.

Por su parte, el Código Unificado de Buen Gobierno sí ha hecho hincapié en la figura de los consejeros independientes al establecer que la remuneración de los consejeros externos sea la necesaria para retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad que el cargo exija; pero no tan elevada como para comprometer su independencia [CUBG, 2006, Recomendación 36].

Además, establece otras recomendaciones, como son las siguientes [CUBG, 2006, Recomendaciones 37 y 38]:

- Que las remuneraciones, relacionadas con los resultados de la sociedad, tomen en cuenta las eventuales salvedades que consten en el informe del auditor externo y minoren dichos resultados.

- Que en caso de retribuciones variables, las políticas retributivas incorporen las cautelas técnicas precisas para asegurar que tales retribuciones guardan relación con el desempeño profesional de sus beneficiarios y no deriven simplemente de la evolución general de los mercados o del sector de actividad de la compañía o de otras circunstancias similares.

1.7.2.3.2. Estructura retributiva.

El Código Olivencia, por un lado, recomendaba establecer aquellas modalidades que vinculan una parte significativa de las retribuciones a los resultados de la empresa, sobre todo para los consejeros ejecutivos al considerar que estos sistemas vinculados a los resultados *“alinean mejor los incentivos de los consejeros con los intereses de los accionistas que se trata de maximizar”* [Código Olivencia, II.7.3], citando algunos como los planes de incentivos, pagos con acciones, opciones de compra, etc. Por otro, mostraba su disconformidad con el sistema de participación en los beneficios al considerar que el porcentaje establecido *“opera como límite máximo, por lo que no puede considerarse en sentido estricto como una participación en beneficios ni, por tanto, consigue el efecto buscado”*.

En definitiva, tampoco ponen limitaciones los códigos de buen gobierno a los sistemas retributivos que pueden utilizarse, dejando libertad a cada empresa para que elija aquel o aquellos que considere conveniente. Sin embargo, es destacable la recomendación del uso de sistemas vinculados con las acciones por considerar que alinea mejor los intereses de consejeros y accionistas. Ahora bien, se recomienda prudencia en el caso del uso de estos instrumentos retributivos para los consejeros independientes, ya que podrían poner en peligro su independencia. Torrent [2002, p. 2964] apunta que *“tampoco hay acuerdo sobre la estructura de la retribución, oscilando entre los que la prefieren variable para alinear los intereses de administradores y accionistas, y los que la prefieren fija para no nublar la capacidad de los administradores con posibles pingües ganancias en el corto plazo”*.

El Informe Aldama estableció la limitación a los consejeros ejecutivos o internos de las retribuciones en acciones y derivados sobre ellas, lo que confirma la tesis de la posible alineación de intereses entre gestores y socios vía opciones. Por su parte, el actual Código Unificado de Buen Gobierno [2006, Recomendación 35] establece que se circunscriban a los consejeros ejecutivos las remuneraciones mediante entrega de acciones de la sociedad o de sociedades del grupo, opciones sobre acciones o instrumentos referenciados al valor de las acciones, retribuciones variables ligadas al rendimiento de la sociedad o sistemas de previsión. Si bien, finalmente puntualiza que esta recomendación no alcanzará a la entrega

de acciones, cuando se condicione a que los consejeros las mantengan hasta su cese como consejero.

1.7.2.3.3. Transparencia de la información.

Un tema al que los diferentes códigos han dedicado una reflexión especial es el de la transparencia de las retribuciones de los consejeros que, a pesar de ya estar regulada (Art. 200.12ª TRLSA), siempre ha estado envuelta en una gran opacidad. De hecho, en palabras del presidente de la Comisión, el profesor Olivencia [2003, p. 37], *“la aplicación práctica de esta norma no respeta frecuentemente ni el desglose por concepto retributivo, con lo que la información facilitada, lejos de ser transparente, ofrece una visión deformada de la realidad y es fuente de equívocos”*.

La Comisión Olivencia recomendó, en su día, suministrar una detallada información sobre las retribuciones de los consejeros, individualizando la información para cada uno y pormenorizada por conceptos, tanto por su condición de miembros del Consejo como por otras relaciones jurídicas, información que debía recogerse en la Memoria [Código Olivencia, II.7.4]. Además, esta información debía remitirse a la Junta General de Accionistas para que estos tuviesen acceso al contenido⁸⁴. Sin embargo, el Código Olivencia estableció que para aquellas empresas que lo desearan, pudiesen establecer una medida que supone informar *“de manera individualizada acerca de las retribuciones de todos los consejeros en su carácter de tales, por cada uno de los conceptos antes mencionados, y además, de los honorarios percibidos por sus servicios profesionales. De otra parte, las retribuciones de los consejeros ejecutivos se darían de forma global para todos ellos, indicando el número de los que las perciben por cada uno de los conceptos retributivos”* [Código Olivencia, II.7.4]. Esta medida parcial fue criticada por seguir

⁸⁴ El Reglamento Tipo de la CNMV, en el Capítulo VIII, donde se ocupa de la retribución del consejero, impone a la Comisión de Retribuciones el deber de redactar una memoria anual sobre las políticas de retribución de consejeros y el detalle de las percibidas por cada uno de ellos con desglose de las partidas que la componen.

tolerando la opacidad de la información sobre las retribuciones de los consejeros anteriormente denunciadas⁸⁵.

La Recomendación 15^a del Código Olivencia recogió muy resumidamente las consideraciones citadas anteriormente en el siguiente texto: *“que la política de remuneración de los consejeros, cuya propuesta, evaluación y revisión debe atribuirse a la Comisión de Retribuciones, se ajuste a los criterios de moderación, relación con los rendimientos de la sociedad e información detallada e individualizada”*.

Según el estudio realizado por la CNMV sobre el seguimiento de las recomendaciones, durante el año 2001, del suministro de información detallada e individualizada de los administradores, el 32% de las sociedades indicó un seguimiento parcial, mientras que el cumplimiento total se dio en un 59%. De las sociedades que cumplieron la recomendación, *“el 14% aportó información individualizada para cada consejero y pormenorizada para todos los conceptos, un 40% adoptó la aplicación parcial que ofrecía el CBG y un 46% presentó el desglose previsto por el Art. 200 de la LSA. A su vez, para aquellas sociedades que manifestaron un cumplimiento parcial, el 89% presentó el desglose previsto por la LSA”* [CNMV, 2002c, p. 12]. Estos resultados pusieron de manifiesto que quedaba mucho por hacer⁸⁶.

El Código Unificado de Buen Gobierno [2006] ha incluido importantes novedades con respecto a la transparencia de la información sobre las retribuciones otorgadas a los consejeros, de tal forma que la Memoria debe detallar las retribuciones individuales de los consejeros durante el ejercicio incluyéndose la siguiente información [CUBG, 2006, Recomendación 40]:

⁸⁵ Entre otros, Roncero [1999, p. 364] y Martínez Sanz [2001, p. 1351]. Este último establece que *“con tal permisividad, en lugar de cortar de raíz con la opacidad que se denuncia existe en la tradición de las sociedades anónimas españolas, el Informe Olivencia, curiosamente la fomenta o, cuanto menos, tolera”*.

⁸⁶ El autor Guerra Martín [2003, p. 548] cuestiona si el modelo de código de buen gobierno exportado de EEUU puede ser aplicado eficazmente en los mercados europeos, al argumentar que a pesar del desarrollo experimentado por dichos mercados *“siguen existiendo notables diferencias entre éstos y los mercados anglosajones en relación a aspectos tan importantes como su capitalización, el porcentaje del PIB que ésta representa en cada país, el número de sociedades en ellas cotizadas, el volumen de negociación o el volumen de participación de los inversores institucionales. Ello hace que quepa cuestionarse si los mercados europeos continentales están en condiciones de desempeñar de una forma eficaz la función de promover y valorar la adopción de los códigos de conducta y, por tanto, la reforma de los sistemas de gobierno de las sociedades cotizadas. Si bien en este sentido resulta necesario dejar transcurrir un mayor período de tiempo desde la que se puede considerar la “última generación de códigos” publicados entre 1998 y 2000”*.

a) El desglose individualizado de la remuneración de cada consejero, que incluirá, en su caso:

- i) Las dietas de asistencia u otras retribuciones fijas como consejeros;
- ii) La remuneración adicional como presidente o miembro de alguna comisión del Consejo;
- iii) Cualquier remuneración en concepto de participación en beneficios o primas, y la razón por la que se otorgaron;
- iv) Las aportaciones a favor del consejero a planes de pensiones de aportación definitiva; o el aumento de derechos consolidados del consejero, cuando se trate de aportaciones a planes de prestación definitiva;
- v) Cualesquiera indemnizaciones pactadas o pagadas en caso de terminación de sus funciones;
- vi) Las remuneraciones percibidas como consejero de otras empresas del grupo;
- vii) Las retribuciones por el desempeño de funciones de alta dirección de los consejeros ejecutivos;
- viii) Cualquier otro concepto retributivo distinto de los anteriores, cualquiera que sea su naturaleza o la entidad del grupo que lo satisfaga, especialmente cuando tenga la consideración de operación vinculada o su omisión distorsione la imagen fiel de las remuneraciones totales percibidas por el consejero.

b) El desglose individualizado de las eventuales entregas a consejeros de acciones, opciones sobre acciones o cualquier otro instrumento referenciado al valor de la acción, con detalle de:

- i) Número de acciones u opciones concedidas en el año, y condiciones para su ejercicio;
- ii) Número de opciones ejercidas durante el año, con indicación del número de acciones afectas y el precio de ejercicio;
- iii) Número de opciones pendientes de ejercitar a final de año, con indicación de su precio, fecha y demás requisitos del ejercicio;
- iv) Cualquier modificación durante el año de las condiciones de ejercicio de opciones ya concedidas.

c) Información sobre la relación, en dicho ejercicio pasado, entre la retribución obtenida por los consejeros ejecutivos y los resultados u otras medidas de rendimiento de la sociedad.

Además, deben hacer pública a través de su página web determinada información sobre sus consejeros, haciendo hincapié, a pesar de que la información relativa a las

participaciones accionariales ya está disponible en los registros públicos de la CNMV, sobre la difusión simultánea, ya que apenas supondrá costes para la empresa a la vez que ahorrará costes de información a los inversores y accionistas interesados. Dicha información hace referencia a los siguientes aspectos [CUBG, 2006, Recomendación 27]:

- a) Perfil profesional y biográfico;
- b) Otros Consejos de Administración a los que pertenezca, se trate o no de sociedades cotizadas.
- c) Indicación de la categoría de consejero a la que pertenezca según corresponda, señalándose, en caso de consejeros dominicales, al accionista al que representen o con quien tengan vínculos.
- d) Fecha de su primer nombramiento como consejero de la sociedad, así como de los posteriores, y;
- e) Acciones de la compañía, y opciones sobre ellas, de las que sea titular.

Teniendo en cuenta que el contenido del Código Unificado de Buen Gobierno, así como del resto de los anteriores códigos, son de aplicación voluntaria, el tema de las retribuciones de los administradores en España está muy lejos de la existente en EEUU, donde la SEC obliga a incluir en el *proxy statement*, la siguiente información sobre las retribuciones del *Chef Executive Officer* (CEO) y de los cuatro *managers* mejor pagados⁸⁷:

- Tres tablas: una tabla resumen de retribuciones (*Summary Compensation Table*), desglosando la información de forma que se conozca lo que recibe cada uno de ellos y mediante qué tipo de retribución (fija, retribuciones en especie, opciones sobre acciones, etc.) de los 3 ejercicios fiscales anteriores. La segunda tabla recogerá información sobre los planes de opciones sobre acciones entregados a administradores y directivos, donde debe incluirse información sobre los beneficiarios, número de opciones concedidas, precio de ejercicio, período de ejercicio, etc. La tercera tabla debe recoger información sobre las acciones adquiridas como consecuencia del ejercicio de las opciones entregadas

⁸⁷ Siempre que las cuantías recibidas superen los 100.000 \$ anuales.

anteriormente, con indicación del beneficio obtenido así como el número de opciones que les restan por ejercitar.

- Elaboración de un informe (“*Compensation Committee Report*”) donde debe recogerse información detallada sobre los criterios utilizadas para la elección de los sistemas de retribución así como la proporción entre la cuantía otorgada de las retribuciones y los rendimientos alcanzados.
- Elaboración de un gráfico (“*Shareholder Return Performance Graph*”) donde se comparen los rendimientos acumulados obtenidos por los accionistas durante los 5 años anteriores con un índice de mercado que incluya el valor de las acciones de la sociedad.

No obstante, valoramos positivamente el hecho de que por fin el Código Unificado de Buen Gobierno haya incluido la recomendación de proporcionar información detallada e individualizada sobre la retribución de los miembros del consejo de administración, si bien, ahora está por ver si, en el entorno de voluntariedad, las empresas proporcionan esa información o se decantan por no hacerlo.

En resumen, se puede especificar que existe un elemento común a todos los informes, la recomendación relativa al necesario incremento de la transparencia informativa sobre las retribuciones, al considerarse que se trata de *“una cuestión de vital importancia no sólo por la información que se ofrece a los mercados y a los agentes financieros, sino también porque de esta manera la junta general puede disponer de una herramienta de control de las actividades de los consejeros que compense, al menos parcialmente, la muy común falta de eficacia en el funcionamiento del órgano soberano de toda sociedad anónima”* [Garicano y Gurriarán, 2004, p. 77].

1.7.3. La insuficiencia de los “Códigos de Buen Gobierno”.

Los diferentes escándalos financieros acaecidos durante el año 2002 (Enron, WorldCom, Global Crossing, etc.) hicieron temblar los cimientos de la contabilidad y de la

auditoría, poniendo en tela de juicio todas las medidas llevadas a cabo hasta el momento, al poner de manifiesto que realmente los conocidos códigos de “buen gobierno”, en muchos de los casos, no se estaban cumpliendo. Esto llevó a que diferentes países se plantearan poner en marcha un conjunto de medidas y reformas para garantizar la protección del inversor y devolver la confianza a los mercados de valores, eso sí, de carácter obligatorio.

En EEUU la reforma se basó en dos pilares fundamentales, por un lado, la introducción de nuevos requisitos que deben cumplirse para cotizar en la Bolsa de Nueva York y, por otro, una serie de medidas sancionadoras contenidas en la Ley Sabarnes-Oxley, aprobada en julio de 2002.

En cuanto a los requisitos exigidos por la Bolsa de Nueva York podemos destacar el énfasis puesto en la figura del consejero independiente, que deberán ocupar mayoritariamente el Consejo de Administración, reunirse con la frecuencia establecida y sin la dirección y ser elegidos por el Consejo, no pudiendo ser ex empleados ni ex auditores de la empresa. Por otra parte, se ha impuesto la creación de tres comités dentro de la estructura de la empresa: de auditoría, de nombramientos y de retribuciones, compuestos todos ellos por consejeros independientes. Además, todas las empresas que coticen deberán seguir un código de buena conducta y ética en los negocios, que incluye que la retribución de los administradores deberá ser aprobada por la Junta General de Accionistas y los altos ejecutivos certificarán las cuentas de sus sociedades y demás requisitos que deben cumplir para cotizar [Pedrosa, 2002, p. 22].

La Ley Sabarnes-Oxley⁸⁸ ha introducido una serie de normas que afectan tanto a las sociedades cotizadas en los mercados norteamericanos, incluidas las extranjeras, como a los profesionales que les presten servicios. Entre sus novedades podemos destacar, además de las normas establecidas para el comité de auditoría, prohibiendo que la firma auditora realice otros servicios dentro de la empresa, el establecimiento de mayor transparencia en las operaciones de los administradores, directivos y principales accionistas, así como la tipificación de nuevos supuestos de infracción penal para determinadas conductas (falsedad en operaciones del mercado de valores, fraude contable, falsificación de pruebas y

⁸⁸ Un resumen en español del contenido de la ley puede verse en Gonzalo, J. A. y Garvey, A. M. (2002): “*Información contable y reforma del gobierno corporativo: EEUU y España*”, *Economistas*, nº 93, pp. 68-83. También puede verse en Internet en http://www.aicpa.org/info/sabarnes_oxley_summary.htm.

destrucción de documentos de auditoría) y endurecimiento de las sanciones en otras actuaciones contempladas anteriormente (sanciones penales de hasta 25 años y multas económicas).

En el Reino Unido, se ha aprobado “The Directors’ Remuneration Report Regulations 2002”, regulación que tiene como objetivo mejorar la transparencia y responsabilidad sobre la remuneración percibida por los consejeros. Esta normativa es de aplicación a las sociedades británicas que cotizan en la bolsa oficial del Reino Unido o en cualquier mercado de valores oficial de los Estados de la Unión Europea y para las admitidas a negociación en la NYSE y en el NASDAQ. A partir de los ejercicios finalizados el 31 de diciembre de 2002, las sociedades cotizadas del Reino Unido deben mostrar su política de remuneraciones en un informe independiente que debe elaborarse de forma adicional al Informe anual corporativo y que debe ser objeto de aprobación tanto por el Consejo como por la Junta General de Accionistas. En el mismo se hará constar no sólo las retribuciones recibidas por todos y cada uno de los consejeros, sino que también se aportará información sobre el propio Comité de remuneración y sobre todas las personas que han asesorado al mismo, así como datos sobre las cláusulas firmadas en relación con los contratos de los consejeros que supongan remuneraciones adicionales, tales como finiquitos a la finalización del contrato o a la rescisión del mismo, entre otros casos.

En España, las medidas tomadas para reforzar la confianza de los inversores en la contabilidad y la auditoría, se han llevado a cabo a través de:

a) La Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero⁸⁹, aprobada a finales del 2002, que ha regulado un comité de auditoría para las sociedades emisoras de valores cuyas acciones u obligaciones estén admitidas a negociación en mercados de valores, se han reforzado los mecanismos para la efectiva independencia de los auditores y se ha adaptado la LMV a la Directiva “Market Abuse”, estableciendo un régimen exigente en materia de comunicación de la información relevante al mercado; y,

⁸⁹ El 31 de octubre de 2002 el Pleno del Congreso de los Diputados aprobó la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. La Ley, que se publicó en el Boletín Oficial del Estado del 22 de noviembre como Ley 44/2002, entró en vigor un día después, el 23 de noviembre.

b) la propuesta de Código de Sociedades Mercantiles⁹⁰, en el que se establecen pautas de obligado cumplimiento por las empresas.

Posteriormente, se aprobó la Ley de Transparencia de julio de 2003⁹¹, que introdujo un nuevo Título en la LMV en relación con las “sociedades cotizadas” y que, a su vez, reformó el TRLSA de 1989 en relación, entre otras materias, con distintos aspectos del estatuto de los administradores, entre ellos el régimen de responsabilidad. Esta Ley fue objeto, a su vez, de un amplio y significativo desarrollo reglamentario a través de distintas Órdenes Ministeriales y Circulares de la CNMV. En la Exposición de Motivos de la citada Ley se manifestó la intención de regular los siguientes aspectos:

- a) Los deberes de información y transparencia.
- b) La definición y régimen de los deberes de los administradores, especialmente en el ámbito del conflicto de intereses.
- c) La obligación de dotarse de un conjunto de mecanismos en materia de gobierno corporativo que comprendan, entre otros, un reglamento del consejo de administración, así como de la junta general.

En particular, la Ley de Transparencia introdujo para las sociedades anónimas cotizadas la obligación de hacer público con carácter anual un informe de gobierno corporativo. El contenido de dicho informe fue desarrollado por la Orden

⁹⁰ Para más información sobre la Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles puede verse Guerra Martín, G. (2003): “*El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia en el movimiento de reforma del Derecho Europeo*”, Editorial Aranzadi, Navarra, pp. 586 y ss.

⁹¹ Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 29 de julio, del Mercado de Valores, y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas.

ECO/3722/2003⁹², encomendando a la CNMV la aprobación de un modelo normalizado, el cual fue aprobado a través de la Circular 1/2004⁹³.

⁹² Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades. Para las entidades de crédito, se aprobó la Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otra información de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

⁹³ Circular 1/2004, de 17 de marzo, sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas.

TEMA 2

CONFIGURACIÓN DE LOS PLANES DE STOCK OPTIONS

2.1. INTRODUCCIÓN

Existen dos tipos de opciones sobre acciones: las “call” y las “put”. Las primeras son opciones de compra de acciones, mientras que las “put” consisten en opciones de venta de acciones. Los planes de remuneración para empleados en forma de opciones son un contrato tipo “call”, ya que las “put” no tendrían mucho sentido utilizarlas para este fin porque, en este caso, se espera la bajada de los precios de las acciones, aspecto que no interesa ni a los empleados ni a los accionistas.

Las stock options, que se dan entre empleados y empresa, son opciones fuera de mercado, consideradas así por no existir un mercado organizado ni darse una serie de aspectos normalizados, a diferencia de lo que ocurre con las opciones financieras normalizadas que pueden darse sobre una multitud de activos subyacentes y para las que existen mercados organizados, contando con un organismo que media entre las partes para velar por el cumplimiento de las condiciones establecidas [Lamothe Fernández, 1993, p. 5].

Dentro de las stock options se distinguen diferentes elementos intervinientes, tales como el activo subyacente, el precio de ejercicio, el período de ejercicio, el período de exclusión, la prima..., aspectos que definen la opción y en función de los cuales podemos hablar que se trata de opciones europeas o americanas, opciones “in the money”, “at the money” o “out the money”, etc.

A lo largo de los últimos años, sobre todo en aquellos mercados más evolucionados en cuanto al uso de las opciones, tales como el americano o anglosajón, las stock options han ido evolucionando surgiendo nuevas modalidades que introducen determinadas variaciones sobre la figura original (opciones tradicionales), a fin de poder superar los defectos que en principio presentaban estos instrumentos y, así, alcanzar el objetivo perseguido, ligar el beneficio de administradores y directivos al de los accionistas, mediante la posibilidad de comprar acciones de la compañía. Dentro de estas modalidades podemos destacar las Premium options [Córdoba, 2001; Pérez Maiquez, 2002; Collazo, 2004; Poitras, 2004], las Performance-vested Options [Córdoba, 2001; Bozzi, 2002; Collazo, 2004], las Purchased Options [Córdoba, 2001; Rudkin y Parsley, 2004], las Repriceable Options [Córdoba, 2001], las Reload Options [Hemmer *et al.*, 1998; Rudkin y Parsley, 2004; Dai y Kuen, 2005] y las Indexed Options [Rappaport, 1999; Curtis, 2001; Jorgensen, 2002].

Además de estas modalidades, han surgido otras figuras, que no son stock options, pero que alternativamente pueden utilizarse para alcanzar objetivos similares, tales como alinear los intereses de empleados y accionistas. Estaríamos hablando de figuras afines a las stock options, pero que no cuentan con el mismo funcionamiento ni con los mismos elementos. Dentro de estas otras figuras se encuentran las que se liquidan en acciones, pudiendo destacar las acciones restringidas [Kole, 1997; Murphy, 1998; Sánchez, 1999a; Ibáñez, 2000; Sherman, 2002; Tapia Hermida y Tapia Frade, 2002] y las acciones por objetivos [Mercader Uguina, 1996; Ibáñez, 2000; Tapia Herrmida y Tapia Frade, 2002; Gennaoui y Revuelta, 2004], y las que se liquidan en metálico, como los bonus diferenciales [Smith y Watts, 1982; Hyman, 1999; Melle, 1999; Ávila y Moralejo, 2000; Ibáñez, 2000; Martínez Sanz, 2001; Sherman, 2002, etc.], las acciones fantasma y las opciones sobre acciones fantasma [Ibáñez, 2000; Sánchez Andrés, 2000; Estrada, 2001; Martínez Sanz, 2001].

El uso de las opciones sobre acciones, como sistema retributivo, por parte de las empresas se instrumenta a través de un plan donde se recogen todas las características del mismo, tales como: quiénes son los beneficiarios, el objetivo perseguido, los plazos a cumplir, etc. [Argandoña, 2000a; Barbat *et al.*, 2000; Barrasús, 2000a; Espinosa, 2000]. El número de planes de opciones se ha incrementado notablemente en las últimas décadas,

pasando a ser un elemento clave dentro de los sistemas de retribución, sobre todo, de los consejeros y ejecutivos de la alta dirección.

En principio, el uso de estas figuras retributivas no estaba destinado a un tipo de empresa en particular, si bien, es cierto que determinadas características hacen más propicio su uso en las empresas cotizadas, por ejemplo, que en las no cotizadas, al conocerse en todo momento el valor de sus acciones. Otro ejemplo sería el de aquellas empresas con expectativas futuras de crecimiento las cuales usando planes de opciones pueden “retener” a empleados clave a la vez que mantienen su liquidez en el momento inicial de concesión del plan.

Existen multitud de tipos de planes de opciones, tanto como de opciones sobre acciones, destacando, sin embargo, algunas de las clasificaciones hechas en base a los beneficiarios, tales como si el plan se destina a todos los empleados o sólo a los trabajadores clave de la empresa, o, bien, si los beneficiarios están determinados desde el principio o se determinarán en el momento de la ejecución, supeditándolo al cumplimiento de una serie de objetivos. También es destacable la clasificación establecida en EEUU por parte de la normativa tributaria (*Internal Revenue Code*) que distingue dos tipos de planes, los “Incentive Stock Options” (ISO) y los “Nonincentive Stock Options” (NSO), en función de si cumplen una serie de requisitos y condiciones o no, obteniéndose, en caso de cumplimiento, determinadas ventajas fiscales [Barrasús, 2000a; Brownlee y Lynch, 2001; Puyol, 2001; Chance, 2004; Poitras, 2004; Nwogugu, 2006].

A raíz de la importancia alcanzada por este sistema retributivo en España a partir del año 1999 y ante la laguna legal que existía en esos momentos sobre dichos sistemas retributivos, surgieron la Ley 55/1999 y el Real Decreto 1370/2000, que vienen a modificar, por un lado, la Ley de Sociedades Anónimas, en cuanto a los requisitos que deben cumplir los sistemas retributivos basados en acciones y la Ley del Mercado de Valores y, por otro, el Real Decreto 377/1991, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de participaciones por éstas de acciones propias.

Las modificaciones legales introdujeron la obligación de que a partir del año 1999 aquellas empresas que otorgasen un plan de opciones a los administradores u altos directivos de la empresa además de incluirlo en los estatutos y ser aprobado por la Junta de

Accionista, deben comunicarlo como hecho relevante a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Por su parte, los beneficiarios deben asimismo comunicar el hecho de estar incluidos en un plan de opciones o cualquier otro sistema retributivo referenciado al valor de las acciones. Además, si finalmente las opciones se ejercitan y los beneficiarios pasan a ser accionistas de la empresa, estarán obligados a comunicar el hecho por participación significativa: los administradores, independientemente de la cuantía de acciones que posean y el resto de empleados, si poseen más del 5% del capital de la empresa.

Aparte de esta normativa, debemos destacar que la aprobación de la Circular 1/2004, obliga a las sociedades cotizadas a elaborar y presentar un Informe de Gobierno Corporativo, donde debe recogerse información acerca de los miembros del Consejo de Administración que poseen acciones, el importe agregado de remuneración devengado durante el ejercicio para los consejeros, etc.

2.2. DEFINICIÓN Y TIPOS DE OPCIONES

Una opción se define como *“un contrato que da derecho a su poseedor a vender o a comprar un activo a un precio determinado durante un período o en una fecha prefijada”* [Lamothe Fernández, 1993, p. 3].

Los activos sobre los que se instrumenta la opción⁹⁴ pueden ser acciones, divisas, tipos de interés y/o instrumentos de deuda, índices bursátiles, etc. Cuando el activo sobre el que se establece la opción de compra o de venta son acciones, estamos ante opciones sobre acciones.

Existen dos tipos de opciones sobre acciones: las “call” y las “put” (según la terminología anglosajona):

⁹⁴ Podríamos hablar de opciones sobre acciones, opciones sobre futuros, opciones sobre commodities, etc., dependiendo del activo subyacente de que se trate [Fontecha y De Cristóbal, 2001, p. 980].

- Las primeras consisten en un derecho, que no una obligación, de comprar acciones de una determinada empresa a un precio previamente fijado durante un período establecido de validez.

- Las segundas consisten en un derecho a vender las acciones a un determinado precio durante su período de validez.

En el contexto de desarrollo de este trabajo estaríamos hablando de un contrato tipo “call”, ya que las “put” nunca serán utilizadas como instrumento de remuneración ni de motivación a los trabajadores de la empresa porque, en este caso, el objetivo a alcanzar sería la bajada de los precios de las acciones, aspecto que no interesa ni a la empresa ni a los accionistas.

Dentro de una opción de compra (“call”), existen dos partícipes:

- El comprador, que, previo pago de la prima, adquiere el derecho, y no la obligación, a comprar a un precio previamente establecido cuando llegue el momento aunque finalmente no ejercite su derecho a compra. En este caso, sus expectativas estarán puestas en la subida del precio de la acción, por lo que las pérdidas son limitadas, al corresponderse con el valor de la prima a pagar, mientras que los beneficios, en principio, son ilimitados (ver *Cuadro 2.1*).

- El vendedor, que es el sujeto que tiene la obligación de vender al precio prefijado, si así lo decide el comprador, y, por tanto, el que corre el riesgo de vender a un precio previamente establecido, siendo por ese riesgo por lo que recibe lo que se denomina una “prima” [Córdoba Bueno, 2001, p. 28]. En este caso, sus expectativas estarán puestas en la bajada del precio de la acción, siendo sus beneficios limitados al valor de la prima cobrada, mientras que las pérdidas, en principio, son ilimitadas en función de cómo crezca el precio de la acción (ver *Cuadro 2.1*).

CUADRO 2.1
COMPRA Y VENTA DE UNA “CALL”

OPERACIÓN	Prima	Aceptación	Expectativas	Beneficios	Pérdidas
COMPRA DE “CALL”	Paga	Derecho	Alcista	Ilimitados	Limitadas (la prima)
VENTA DE “CALL”	Ingresas	Obligación	Bajista	Limitados (la prima)	Ilimitadas

Fuente: CNMV [2004b, p. 31]

En resumen, si llegada la fecha de ejercicio de la opción, el precio de las acciones es superior al precio pactado, el comprador ejercerá su derecho, comprando al precio convenido, mientras que el vendedor se verá obligado a vender. Por el contrario, si llegada la fecha de ejercicio de la opción, el precio de las acciones es inferior al precio pactado, el comprador no ejercerá su derecho y perderá el importe de la prima que pagó en el momento de la concesión de las opciones.

Desde el punto de vista del vendedor de una opción de compra, éste espera que el precio de las acciones baje para el momento del vencimiento de las opciones en que el comprador decida si ejercer su opción o no. En cualquier caso, el vendedor recibe la prima por comprometerse a vender las acciones al comprador, si decide ejercer su derecho. Sin embargo, si las acciones suben su precio, la operación será menos ventajosa para él, que tendrá que afrontar las pérdidas ocasionadas.

Todas estas características expuestas suponen una primera aproximación a estas figuras que pueden clasificarse en dos grandes grupos: opciones financieras normalizadas y opciones ordinarias.

Las opciones financieras normalizadas presentan unas características especiales⁹⁵ y, además, cuentan con un mercado específico⁹⁶ en el cual se negocian diferentes opciones y que son definidas, según el artículo 1 del RD 1814/1991⁹⁷, como “*contratos a plazo que tengan por objeto valores, préstamos o depósitos, índices, futuros u otros instrumentos financieros; que tengan normalizado su importe nominal, objeto y precio de ejercicio, así como su fecha, única o límite de ejecución; en los que la decisión de ejecutarlos o no, sea derecho de una de las partes adquirido mediante el pago a la otra de una prima acordada, y que se negocien y transmitan en un mercado organizado cuya sociedad rectora los registre, compense y liquide actuando como compradora ante el miembro vendedor y como vendedora ante el miembro comprador*”.

Por su parte, las opciones ordinarias o “fuera de mercado”⁹⁸ son figuras que no se encuentran reguladas en el Derecho español y se basan en un contrato por el cual “*una de las partes –concedente o promisorio de la opción– atribuye a otra –beneficiaria de la opción–, el derecho de decidir, con exclusividad, respecto a la celebración de un contrato principal, por tiempo fijo y en determinadas condiciones*” [Gil y Moreu, 1994, p. 497].

Las opciones sobre acciones a las que hacemos referencia, tanto por su finalidad como por sus características deben estar encuadradas dentro de las opciones ordinarias o “fuera de mercado”, independientemente de que presenten unas características especiales en función del objetivo a alcanzar.

⁹⁵ La principal característica que introdujo la aparición de los mercados organizados de opciones es la existencia de una cámara de compensación que asume los riesgos y media entre las partes. Otras características que presentan son que los contratos están estandarizados en función del vencimiento, precio de ejercicio y tipo de opción, la fluctuación de los precios están limitados, se utilizan mecanismos de subasta para el establecimiento de precios, etc. [Lamothe Fernández, 1993, p. 5].

⁹⁶ “*En España existen en la actualidad opciones sobre el Futuro definido sobre el índice IBEX 35, y opciones sobre cinco valores bursátiles: BBV, Telefónica, Iberdrola, Endesa y Repsol*” [Fontecha y De Cristóbal, 2001, p. 980].

⁹⁷ RD 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones (modificado por el RD 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores). BOE, de 27 de diciembre de 1991.

2.3. UN TIPO ESPECIAL DE OPCIONES “CALL”: LAS STOCK OPTIONS.

2.3.1. Concepto de stock options

Las opciones sobre acciones que las empresas utilizan como sistema retributivo para sus empleados, directivos o administradores son opciones tipo “call”, es decir, opciones de compra sobre acciones, que se conocen como stock options, y que se definen como *“un contrato que confiere, gratuitamente (en cuyo caso se habla de “stock granting”) o por precio, el derecho (que no la obligación) de adquirir/suscribir un número determinado de acciones de la concedente o de tercera sociedad, por un precio determinado o determinable y durante un plazo máximo fijado o en una fecha determinada y, eventualmente, siempre que se cumplan ciertas condiciones adicionales”* [Fernández del Pozo, 1999, p. 1450].

2.3.2. Elementos integrantes de las stock options

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

2.3.2.1. Activo subyacente.

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

⁹⁸ Según las siglas en inglés, OTC (*over the counter*).

2.3.2.2. Precio de ejercicio.

También llamado precio de compra o de ejecución⁹⁹, 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 no está determinado sino referido a alguna variable, por ejemplo, si se establece que el precio de ejercicio sea el valor de cotización en el último trimestre, descontándole un 15% [Fernández del Pozo, 1999, p. 1459].

Cuando el precio del ejercicio de las acciones se establece en el momento de la redacción del contrato es fijo, pudiendo ser de tres tipos (ver *Cuadro 2.2*):

- 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.

CUADRO 2.2

RESUMEN DE LA RELACIÓN ENTRE PRECIO DE EJERCICIO (P. Ej.) Y PRECIO DE MERCADO (P. Me.) DE UNA “CALL”

ESTADO DE LA OPCIÓN	OPCIÓN DE COMPRA (CALL)
In the Money	$P. Ej < P. Me$
At the Money	$P. Ej = P. Me$
Out the Money	$P. Ej > P. Me$

Fuente: Elaboración propia

⁹⁹ Según las siglas en inglés, “*strike price*”.

Una opción que está “in the money” es una opción que en ese momento tiene sentido económico ejercerla; una opción “at the money” es aquella cuyo precio de ejercicio es aproximadamente igual al precio de mercado, por lo que ejercerla daría un resultado cercano a cero; y finalmente, una opción “out the money” es aquella que no tiene sentido económico ejercerla.

También podría fijarse el precio entre varias alternativas, tal fue el caso de la empresa ARCELOR que en Junta General de Accionistas celebrada el día 25 de abril de 2003, decidió el establecimiento de un Plan de Opciones sobre Acciones en el que el precio de ejercicio de las opciones se fijaría a la cifra más alta de tres propuestas¹⁰⁰.

En España, es frecuente que el precio sea igual al de mercado en el momento de la emisión del plan o incluso que sea superior en un determinado porcentaje. Normalmente dicho precio “at the money” suele establecerse como precio medio de los días anteriores a la fecha del establecimiento del plan. Por ejemplo, en el Plan de Opciones sobre Acciones aprobado por la empresa ALDEASA, con fecha 7 de junio de 2000, se recoge que “*el precio de adquisición, o valor inicial, será 19,31 euros por acción, el cual ha sido calculado por el promedio del valor de cotización de la acción a lo largo de los 10 días anteriores a la fecha de inicio del Plan*” [ALDEASA, 2000, Hecho Relevante].

La fijación del precio de ejercicio es un aspecto fundamental a determinar dentro de los planes de opciones sobre acciones. Si bien en España, como hemos comentado anteriormente, es frecuente que el precio se establezca con referencia a la cotización en el mercado de valores en el momento de otorgar el plan retributivo, en otros países, como EEUU, es frecuente que se siga como criterio el EVA (valor añadido o “Economic Value

¹⁰⁰ La comunicación de Hecho Relevante enviada a la CNMV con fecha 7 de julio de 2003, recoge las características más importantes del Plan de Opciones sobre acciones, estableciendo que el precio de ejercicio se fijaría por referencia a la cifra media más alta de las siguientes:

- “*El precio medio de cotización al cierre del Mercado Bursátil de París durante los treinta días naturales anteriores a la oferta de asignación de Opciones a los beneficiarios.*”
- “*El 95% del precio medio de cotización de salida en el Mercado Bursátil de París durante los veinte días anteriores a la fecha en que el correspondiente órgano corporativo de Arcelor señale los beneficiarios de las Opciones y el número de Opciones asignadas a los mismos.*”
- “*(solamente aplicable en Francia, debido a los requisitos legales de ese país) el 80% del precio medio de compra de autocartera en poder de Arcelor en la fecha en que el correspondiente órgano corporativo de Arcelor determine los beneficiarios de las Opciones y el número de Opciones asignadas a los mismos.*”

Added”)¹⁰¹, de tal forma que sólo será rentable ejercitar la opción cuando el valor de la acción haya cubierto tanto el precio de ejercicio como “*el rendimiento de la inversión alternativa de ese dinero*” [Melle Hernández, 1999, p. 135]. Este instrumento es un mecanismo mucho más exigente y, a la vez, más coherente ya que los beneficiarios obtendrán ganancias sólo cuando la inversión empiece a generar valor para la sociedad.

Otro sistema igualmente utilizado por las empresas norteamericanas es vincular la fijación del precio de ejercicio con el nivel de precios pero no en términos absolutos, sino en términos relativos. Normalmente, estas empresas suelen utilizar el S&P 500¹⁰². En España podría utilizarse el Índice Sectorial correspondiente o el Índice General de la Bolsa en la que coticen, etc. [Melle Hernández, 1999, p. 135], de tal forma que las posibles ganancias de los beneficiarios se obtendrían restando el precio de las acciones y el valor del índice elegido. De esta forma, se estaría premiando a los beneficiarios si el valor de las acciones suben más que el resto, evitando así que puedan influir sobre los planes retributivos, los movimientos alcistas o bajistas que con tanta frecuencia se dan en las bolsas de valores por razones ajenas al comportamiento de las empresas sino por factores exógenos.

2.3.2.3. Precio del activo.

Valor que tienen las acciones durante el período de ejercicio. Dicho valor puede ser conocido de forma directa o no, en función de que las acciones coticen en bolsa o no. Así, si las acciones cotizan en bolsa, el valor de las mismas viene dado por el propio mercado, pudiendo conocerse en cualquier momento su valor sin tener que recurrir a ningún tipo de

¹⁰¹ El concepto de EVA surge “*al comparar la rentabilidad obtenida por una compañía con el coste de los recursos gestionados por la compañía. Si el EVA es positivo, significa que la compañía ha generado una rentabilidad por encima del coste que tienen los recursos empleados, mientras que si es negativo, la compañía no ha cubierto el coste de los recursos empleados*” [García Alonso, 1998, p. 20].

¹⁰² El S&P 500 es un índice bursátil ponderado por capitalización de 500 empresas norteamericanas, que recoge aproximadamente el 70% de las acciones de la bolsa de valores de la siguiente forma: el 80% son corporaciones industriales, el 8% son compañías de servicios, el 8% son financieras y el 4% son compañías de transporte. Uno de los defectos señalados que presenta este índice es que el área de tecnología no está bien representado [<http://www.conocimientosweb.net/portal/article585.html>].

cálculo. Sin embargo, si las acciones no cotizan en bolsa, es necesario realizar una valoración en función de alguno de los métodos disponibles para poder conocer el valor de las mismas y poder decidir si es conveniente o no el ejercicio de las opciones otorgadas sobre las mismas.

2.3.2.4. Período de espera o de exclusión.

Es el período durante el cual el beneficiario de las opciones sobre acciones no puede ejercitar las mismas. En EEUU, el período de espera suele ser de entre 2 y 4 años [Rappaport, 1999]. En nuestro país, el período de exclusión varía notablemente de unos casos a otros, encontrando algunos casos donde se establecen tan sólo unos cuantos meses para llevar a cabo el ejercicio¹⁰³ y aquellas empresas que establecen uno¹⁰⁴, dos¹⁰⁵, tres¹⁰⁶, cuatro¹⁰⁷ o cinco años¹⁰⁸ de espera.

¹⁰³ Son los casos de Filo, S.A. en su Plan de 28/10/2001 y de Telepizza, S.A. en su Plan de 26/4/2000.

¹⁰⁴ Campofrío, S.A., Plan 30/6/2000; Gestevisión Telecinco, S.A., Plan 28/7/2004; y, Terra Networks, S.A., Plan 1/10/1999 en su segunda asignación concedida durante el 2001, etc.

¹⁰⁵ BSCH, Plan 29/12/1999; Iberia, Líneas Aéreas de España, S.A., Plan 13/5/2002; Recoletos, Grupo de Comunicación, S.A., Plan 23/4/2001; Sacyr Vallehermoso, S.A., Plan 14/4/2000; Telefónica, S.A., Plan 26/5/1999; Terra Networks, S.A., Plan 1/12/1999; Testa Inmuebles de Renta, S.A., Plan 27/3/2000; Uralita, S.A., Plan 20/6/2000.

¹⁰⁶ ACS, S.A., Plan 16/12/1999; Arcelor, S.A., Planes de 30/6/2003, 30/6/2004 y 30/6/2005; BSCH, Plan 27/12/2000; Bodegas y Bebidas, S.A., Plan 28/4/2001; Cie Automotive, S.A., Plan 24/6/2002; Cintra, S.A., Plan 20/9/2005; Compañía de Distribución Integral Logista, S.A., Planes de 29/9/2000 y 24/4/2002; Corporación Financiera Alba, S.A., Planes 31/5/2000 y 22/5/2002; Gestevisión Telecinco, S.A., Plan 27/7/2005; Grupo Ferrovial, S.A., Planes de 17/6/2003, 26/3/2004 y 30/9/2005; Iberdrola, S.A., Planes de 1/4/2000 y 16/6/2001; Indra, S.A., Plan 10/6/2002; Natraceutical, S.A., Plan 29/6/2005; Prisa, S.A., Plan 15/7/2004; Recoletos, Grupo de Comunicación, S.A., Planes de 21/12/2001 y 21/12/2002; Service Point Solutions, S.A., Plan 3/8/1999; Sociedad General Aguas de Barcelona, S.A., Plan Mayo 2000; Sogecable, S.A., Planes de 16/5/2000 y 13/5/2003; Transportes Azkar, S.A., Plan A de 19/1/2000.

¹⁰⁷ Altadis, S.A., Planes de 23/6/2000 y 4/6/2002; BBVA, Plan 17/4/2000; Transportes Azkar, S.A., Plan B de 19/1/2000.

¹⁰⁸ Cortefiel, S.A., Plan de 1999 en diferentes asignaciones (17/2/2000, 5/9/2000, 18/7/2001 y 17/7/2002); Parques Reunidos, S.A., Plan 20/3/2002.

2.3.2.5. *Período de ejercicio.*

Es aquel período 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, ya que le saldría más barato comprar las mismas acciones en el mercado.

En función de cómo sea el período de ejercicio se distinguen dos grandes tipos de opciones sobre acciones:

- Opciones europeas. Son aquéllas que sólo se pueden ejercitar al vencimiento de la operación.

- Opciones americanas. Se pueden ejercitar en cualquier momento hasta la fecha de vencimiento [Borrego y García, 2001, p. 248].

En la literatura financiera, los planes de opciones sobre acciones para empleados se identifican como opciones “bermuda” [Maller *et al.*, 2002, p. 4; Chance, 2004, p. 22; Emmanuel, 2005, p. 43; NIIF 2, 2005, BC147], opciones que se caracterizan por ser sólo ejercitables en determinados momentos entre la fecha de compra y el vencimiento, siendo figuras a mitad de camino entre las europeas y las americanas.

Por otra parte, es frecuente el establecimiento de diferentes períodos de ejercicio, para evitar el riesgo de decisiones a corto plazo por los beneficiarios de los planes de opciones sobre acciones. De ahí que el ejercicio de las opciones se distribuya 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. En este sentido, en el Plan de Opciones sobre Acciones establecido por la empresa ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S.A., con fecha 1 de julio de 2004, se recoge que “*las opciones serán ejercitables, por terceras e iguales partes, acumulables a elección del beneficiario, durante el cuarto, quinto y sexto año siguientes al, inclusive, 1 de mayo de 2004*” [ACS, 2004, Hecho Relevante].

Si los beneficiarios del plan de opciones sobre acciones son los directivos y/o administradores, a la hora del establecimiento del plazo de ejercicio surge de nuevo el conflicto de intereses entre propietarios y directivos. Los propietarios/accionistas persiguen el largo plazo, ya que esperan maximizar el valor de las acciones generando beneficios elevados en un período largo de tiempo, mientras que los directivos y/o administradores beneficiarios de planes de opciones, les interesa maximizar el valor de las acciones cuando se vaya a producir el vencimiento de los programas de opciones. De ahí que el establecimiento del plazo determinará, en gran medida, las decisiones a tomar por los directivos y administradores, ya que, si el plazo establecido es demasiado largo, éstos tan sólo se esforzarán por incrementar el valor de las acciones cuando el plan se acerque a su fin. Por su parte, si el plan tiene un plazo demasiado corto, las decisiones tomadas irán encaminadas únicamente a corto plazo, poniendo en peligro los beneficios en el futuro, así como el crecimiento e incluso la continuidad de la empresa [Argandoña, 2000c, p. 8].

A la hora de fijar el plazo de ejercicio, también se deben tener en cuenta los objetivos perseguidos por la empresa con el establecimiento del plan de opciones sobre acciones, ya que si lo que se persigue es recompensar a los beneficiarios una vez producido el cumplimiento por parte de los mismos de una serie de objetivos durante cierto número de años, sería conveniente el establecimiento de un plazo europeo. Sin embargo, si lo que se persigue es que una vez cumplido un objetivo estipulado en una fecha determinada, se puedan ejercitar las opciones, cuando los beneficiarios lo decidan, sería conveniente el establecimiento del período americano [Bellvehí, 2002c, p. 80].

De cualquier forma, el período que más interesa a los beneficiarios, es el americano, ya que éste le permite elegir la fecha más idónea para el ejercicio de las opciones en función del valor de mercado de las acciones. Si dispone de un período de dos años para el ejercicio de las opciones, en función de la tendencia de los mercados, puede conocer y decidir si ejercitar en ese momento (siempre y cuando el precio de ejercicio sea inferior al de mercado) o bien, si la tendencia es a subir el precio de las acciones, podría esperar para llevar a cabo el ejercicio, obteniendo así un mayor beneficio.

2.3.2.6. Prima por derecho de opción.

Es el precio que el beneficiario paga por el derecho de opción. El valor de la prima depende del “precio del subyacente, el precio de ejercicio, la volatilidad del subyacente, el tipo de interés, los dividendos que en su caso genere el subyacente antes de la fecha de ejercicio, y el tiempo que resta hasta la fecha de vencimiento de la opción” [CNMV, 2004b, p. 34]. 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, p. 147], puesto que las opciones se consideran como una contraprestación del trabajo que los empleados realizan para la empresa¹⁰⁹. Quizás sería más correcto decir que no se exige prima dineraria sino en especie, ya que la prima es el propio trabajo.

A modo de resumen, se podría especificar que, según la terminología establecida para las opciones sobre acciones, los planes de remuneración para empleados, directivos o administradores, establecidos por una empresa, son un contrato tipo “call” por el que se les otorga el derecho, que no la obligación, de comprar, llegada la fecha establecida, un número de acciones determinado a un precio prefijado. El bien subyacente, en este caso, será normalmente las acciones de la compañía otorgante del plan (o como mucho, de alguna de las empresas del grupo). Al tratarse de un plan retributivo, es pauta generalizada la exención del pago de la prima, siendo la contraprestación del plan, el propio trabajo realizado por los beneficiarios. En cuanto al plazo de vencimiento y el precio de ejercicio serán establecidos por la empresa, siendo necesario que los beneficiarios lo cumplan.

¹⁰⁹ “Aunque es habitual en la doctrina reconocer la posibilidad de un contrato de opción celebrado a título gratuito, cuando el beneficiario no paga la prima o precio de opción, como sucede por lo general, no siempre, con los ESOPs, esta afirmación supone una impropiedad técnica. En realidad, por definición, el contrato de opción ni es gratuito ni carece de sinalagma opcional, pues hay una contraprestación in natura subyacente, una contraprestación implícita, su propio trabajo” [Molina Navarrete, 2002, p. 25].

CUADRO 2.3
ELEMENTOS INTEGRANTES DE LAS STOCK OPTIONS

ELEMENTO	DEFINICIÓN
Activo subyacente	Bien al que está referida la opción. Por lo general serán las acciones de la propiedad entidad o de alguna de las empresas del grupo.
Precio de ejercicio	Precio que debe pagar el beneficiario para adquirir su propiedad. Puede ser fijo o variable.
Precio del activo subyacente	Valor que tienen las acciones durante el período de ejercicio. Será el valor de mercado, si existe, o el resultante de aplicar alguno de los métodos generalmente establecidos.
Período de espera o exclusión	Período durante el cual el beneficiario no puede ejercitar las opciones.
Período de ejercicio	Período durante el cual el beneficiario puede ejercitar, si así lo decide, sus opciones.
Prima por derecho de opción	Precio que el beneficiario paga por el derecho de opción. En el marco de las stock options, normalmente la prima suele ser el trabajo que los beneficiarios realizan para la empresa.

Fuente: Elaboración propia.

Las diferencias fundamentales que se pueden establecer entre las opciones sobre acciones otorgadas a los empleados, directivos o administradores y las opciones que se puedan establecer entre dos particulares, son que las primeras se otorgan normalmente a largo plazo, no conllevan el pago de una prima y no se permite su transmisión o venta [Hemmer *et al*, 1994, p. 25; Rubinstein, 1994, p. 5].

CUADRO 2.4
ALGUNAS DIFERENCIAS ENTRE STOCK OPTIONS Y
OPCIONES “FUERA DE MERCADO”

VARIABLES	STOCK OPTIONS	OPCIONES “FUERA DE MERCADO”
Intervinientes	Empresa y sus empleados, directivos o administradores	Dos particulares
Activo subyacente	Acciones de la empresa concedente (o de alguna empresa del grupo)	Acciones de cualquier empresa
Duración	Largo plazo	Corto plazo
Prima	No se exige el pago de prima puesto que retribuye el trabajo	Se exige el pago de una prima
Transmisión de las opciones	No se permite ya que se conceden con carácter personal	Sí se permite la libre transmisión de las opciones
Requisitos para el ejercicio	Pueden establecer requisitos tales como: - Permanecer en la empresa hasta la fecha de ejercicio - Cumplimiento de objetivos determinados - Etc.	No es normal que se exijan requisitos para su ejercicio

Fuente: Elaboración propia.

2.4. MODALIDADES DE STOCK OPTIONS

Dentro de las stock options podemos distinguir aquellas cuya operación de cobertura está basada en la adquisición de acciones antiguas de la empresa (acciones que ya poseía la empresa), hablando en este caso de opciones de compra, o bien aquellas cuya operación está basada en la ampliación de capital, de ahí que hablemos de suscripción y no de compra [Fernández del Pozo, 1999, p. 1449]. Ninguna de estas modalidades se halla regulada en nuestro ordenamiento de forma expresa, si bien sí se haya recogida en el ordenamiento francés¹¹⁰ donde se distingue entre “*options d’achat d’actions*” y “*options de souscription d’actions*” [Bruslerie y Deffains-Crapsky, 2000, p. 5; Vázquez Lepinette, 2000, p. 2]. En este último caso, para que los beneficiarios puedan adquirir las acciones

¹¹⁰ Recogido en el artículo 208.1 de la Ley francesa de sociedades. Para más información sobre la clasificación realizada por el ordenamiento francés, así como los requisitos exigidos para cada una de ellas puede verse Tusquets [1998a, p. 273].

que les corresponden debe producirse la supresión del derecho de suscripción de los accionistas antiguos¹¹¹.

Independientemente del tipo de cobertura que tengan las opciones, 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. (ver *Cuadro 2.5*).

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, tradicionales¹¹²), 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, p. 92; Meulbroek, 2001, p. 2; Sahlman, 2002, p. 94; Gerakos *et al.*, 2005, p. 1; Kuang y Suijs, 2006, p. 1].

¹¹¹ Estas dos modalidades de opciones sobre acciones serán analizadas en el tema siguiente cuando se traten los sistemas de cobertura de los planes de opciones sobre acciones (Ver epígrafe 3.4. *Procedimientos de cobertura de los planes de stock options*).

¹¹² En la doctrina americana, a las opciones entregadas “in the money” se les llama “Traditional Options” mientras que al resto (indexed options, performance options, etc.) se les denominan “Non traditional Stock Options” [Bozzi, 2002].

2.4.1. 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, p. 93; Johnson y Tian, 2000, p. 4; Poitras, 2004, p. 16; Gerakos *et al.*, 2005, p. 3], por ejemplo, del 150%, asegurándose la empresa que sólo en el caso que el precio de las acciones alcancen, al menos, ese límite, los beneficiarios percibirán un beneficio. Con ello también se quiere garantizar que los beneficiarios sólo obtendrán beneficios “*cuando los accionistas hayan alcanzado unas ganancias definidas de antemano*” [Pérez Maiquez, 2002, p. 222].

Por otra parte, este tipo de opciones suponen un mayor incentivo para sus beneficiarios que las opciones tradicionales [Collazzo, 2004, p. 150], normalmente fijadas “at the money”. En este tipo de opciones, 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.

En opinión de Córdoba [2001, p. 157] este tipo de opciones únicamente tiene sentido que sean utilizadas por empresas con un rápido crecimiento y para equipos 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. Esta opinión es compartida por Deyá [2004, p. 189] quien señala que “*si el diferencial entre el actual precio de mercado y el precio de ejercicio (...) es demasiado grande, el ejecutivo puede considerar dicho objetivo como imposible de alcanzar*”. En la misma línea, Bozzi [2004, p. 8] considera que si la probabilidad de ejercicio es percibida por el beneficiario como muy pequeña, este sistema no proporcionará incentivos para que busquen el incremento de valor de las acciones.

2.4.2. 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 cual sea el precio de ejercicio [Johnson y Tian, 2000, p. 4; Bozzi, 2004, p. 9; Poitras, 2004, p. 16]. En el caso en que nunca se alcance la citada barrera, las “*opciones expirarán sin tener ningún valor en la fecha de ejercicio*” [Córdoba, 2001, p. 161; Bozzi, 2004, p. 9].

En algunas ocasiones, incluso, se exige que el valor de las acciones se mantenga durante un determinado período 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 período 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, p. 4], ya que éste será necesario para que finalmente las opciones puedan ejercitarse¹¹³. 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, p. 150; Gerakos *et al.*, 2005, p. 3].

2.4.3. 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, p. 4; Poitras, 2004, p. 16; Rudkin y Parsley, 2004, p. 5], cuantía que suele ser

¹¹³ 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.

de un 5 ó 10%¹¹⁴. Esta modalidad es denominada por Collazzo [2004, p. 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, p. 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, p. 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, aún así, seguir obteniendo un beneficio.

2.4.4. 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, p. 4; Poitras, 2004, p. 16]. Esta práctica ha sido muy criticada, y aunque en EEUU 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

¹¹⁴ Podemos citar como ejemplo el Plan de Opciones sobre acciones establecido por la empresa Corporación Financiera Alba, S.A. y aprobado el 31 de mayo de 2000, donde se estableció que cada beneficiario debía pagar el 5% del precio de ejercicio, fijado en 28,26 € [Corporación Financiera Alba, Hecho Relevante 3/10/2000, p. 1].

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, p. 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% y el valor de la empresa tan sólo el 15%, *“es probable que la gestión sea buena y los ejecutivos se merezcan una regularización del precio de ejercicio de su stock options”* [Córdoba, 2001, p. 163]. En cualquier caso, si finalmente se permite la modificación del precio de ejercicio, lo normal es que *“se imponga un período 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, p. 163].

2.4.5. Reload Options

Esta modalidad¹¹⁵ se caracteriza porque la empresa permite a los beneficiarios de su plan de opciones que “recarguen” éste con otras nuevas, cuando el ejercicio se produce en una fecha anterior al momento del vencimiento [Hemmer *et al.*, 1998, p. 231; Johnson y Tian, 2000, p. 4; Dai y Kuen, 2005, p. 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,

¹¹⁵ Sobre los diferentes tipos de Reload Options, ver Hemmer, S. A.; Matsunaga, T. y Shevlin, T. (1998): *“Optimal exercise and the cost of granting employee stock options with a reload provision”*. Journal of Accounting Research, nº 36, pp. 231-255.

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, p. 5].

Esta modalidad de opciones también se conocen como “replacement option”, “continuation option”, “replenishment option” y “restoration option” [Hemmer *et al.*, 1998, p. 232]. Esta modalidad aparece recogida por la normativa americana en el párrafo 182 de la SFAS 123 [1995] y en el párrafo B104 de la SFAS (R) [2004]¹¹⁶.

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 períodos 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, p. 151].

2.4.6. Indexed options

Son opciones¹¹⁷ 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, p. 108; Johnson y Tian, 2000, p. 4; Sahlman, 2002, p. 95; Poitras, 2004, p. 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, p. 146].

¹¹⁶ El párrafo B104 de la norma SFAS 123 (R) [2004] recoge lo siguiente: *“Reload options are granted upon exercise of previously granted options whose original terms provide for the use of shares that the employee has held for a specified period of time, referred to as mature shares, rather than cash to satisfy the exercise price. At the time of exercise using mature shares, the employee is automatically granted a reload option for the same number of shares used to exercise the original option. The exercise price of the reload option often is the market price of the stock at the date the reload option is granted, and its term often is equal to the remainder of the term of the original options”*.

¹¹⁷ Para más información sobre este tipo de opciones puede verse Collazo Yelpe, P. (2004): *“Retribución ajustada a rendimiento relativo: el caso de las opciones indizadas”*. Revista de Derecho de Sociedades, nº 23, pp. 145-161.

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, p. 174; Jorgensen, 2002, p. 3]. El objetivo de este tipo de instrumentos es recompensar a los beneficiarios cuando las acciones de la compañía se encuentran 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, p. 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 Maiquez, 2002, p. 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, p. 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, p. 2; Bozzi, 2004, p. 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, p. 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, p. 36; Meulbroek, 2001, p. 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.

A pesar de las ventajas que presentan esta modalidad de opciones, en la práctica es inexistente su uso. En una muestra de 1.000 empresas de EEUU en el año 1992 que tenían planes de opciones sobre acciones, tan sólo una de ellas entregó opciones indexadas [Murphy, 1998, p. 17]. Sin embargo, en opinión de Jorgensen [2002, p. 31] se producirá un incremento en el futuro del uso de esta modalidad de opciones. En el estudio realizado por Deloitte [2003b] con una muestra de 196 empresas, el 6 y el 4% de las empresas públicas y privadas, respectivamente, tenía planes de opciones indexadas en los meses de julio y agosto de 2003. A la vista de estas tasas, su uso se ha incrementado, sin embargo, se encuentra muy lejos de otras modalidades de opciones mucho más populares.

CUADRO 2.5
MODALIDADES DE STOCK OPTIONS

MODALIDAD	CARACTERÍSTICA FUNDAMENTAL	VENTAJAS	INCONVENIENTES
Premium Options	- El precio de ejercicio es fijado muy por encima del valor de cotización.	- Se establece un objetivo a alcanzar no existiendo beneficio desde el inicio. - Mayor incentivo para el incremento del valor de las acciones.	- Puede resultar poco atractivo para los beneficiarios en sectores con crecimiento lento siendo más apropiado en sectores con crecimiento acelerado.
Performance-vested options	- El ejercicio queda supeditado a que el valor de cotización alcance un determinado nivel (con independencia del precio de ejercicio).	- Los beneficiarios se establecen a posteriori, en función de que se alcance el objetivo fijado o no. - Mayor incentivo para el incremento del valor de las acciones.	- Hasta qué punto las decisiones de los beneficiarios del plan influyen sobre el valor de cotización de las acciones.
Purchased Options	- El beneficiario debe pagar una parte del precio de ejercicio en el momento de la formalización del contrato (5 ó 10%).	- Si finalmente las opciones no se ejercitan, los beneficiarios pierden el dinero adelantado. - El dinero adelantado hará que los beneficiarios del plan se lo piensen antes de abandonar la empresa.	- Que los beneficiarios se vean tentados por la competencia con planes que no supongan el pago de dinero alguno y abandonen la empresa.
Repriceable Options	- Se puede modificar el precio de ejercicio.	- Evitar que por factores exógenos que afectan al valor de cotización se pierda el plan.	- Se pierde un poco el efecto incentivador de los planes de opciones. - Los accionistas pueden no estar de acuerdo con la modificación del precio de ejercicio.
Reload Options	- Se recarga el plan cuando el ejercicio se produce con una fecha anterior al momento del vencimiento.	- Incentiva de manera especial al establecerse una nueva entrega de acciones.	- Peligro de venta inmediata para realizar el beneficio.
Indexed Options	- El precio de ejercicio variará en función de la evolución de un determinado índice.	- Eliminar los ciclos alcistas o bajistas de la bolsa, vinculando mejor la paga con el rendimiento.	- Determinar, en el momento de la concesión del plan, el índice de referencia.

Fuente: Elaboración propia

2.5. OTRAS FIGURAS AFINES.

En los últimos tiempos han surgido otras figuras en el sistema retributivo, que supeditan la remuneración al valor de cotización de las acciones o a otros indicadores relevantes de la marcha de la empresa. El surgimiento de estas figuras se ha producido sobre todo en los mercados americanos, aunque, posteriormente, se han ido exportando al resto de mercados.

A pesar de que estas nuevas figuras presentan ciertas similitudes con las opciones sobre acciones se trata de figuras que no tienen la misma naturaleza contractual y que, además, no suponen para los beneficiarios el ejercicio del derecho de la opción, sino que su resolución consiste, por parte de la empresa, en la entrega al beneficiario de acciones o de una cuantía en metálico.

Las modalidades, que normalmente se resuelven mediante la entrega de dinero, son los “bonos diferenciales”, las “acciones fantasma” y las “opciones sobre acciones fantasma”, mientras que aquéllas que normalmente consisten en la entrega de acciones son las llamadas “acciones restringidas” y las “acciones por objetivos”.

2.5.1. Bonus diferenciales o stock appreciation rights (SAR)

Esta modalidad retributiva ha experimentado un gran uso en las empresas españolas en los últimos tiempos, aunque este sistema tiene una larga tradición en EEUU, donde ya en 1980, 68 de las 100 empresas más grandes usaban este sistema retributivo [Smith y Watts, 1982, p. 142].

De forma similar a las opciones sobre acciones, los bonus diferenciales¹¹⁸ constituyen retribuciones por el trabajo, basadas en un contrato de opción que, en este caso, a diferencia de aquéllas, no se liquidan por parte del beneficiario, con el ejercicio de

¹¹⁸ También denominado “bonos de revalorización diferencial”, “bonos de plusvalía” o “bonos de rentabilidad accionarial” [Ibáñez, 2000, p. 74].

la opción, sino con “*la potestad de liquidar a su voluntad las diferencias de cotización que a vencimiento resulten favorables para su patrimonio, voluntad que manifestará ejercitando sus derechos de opción siempre que, obviamente, experimente un incremento final la cotización de las acciones subyacente, por encima del precio límite de ejercicio pactado*” [Ibáñez, 2000, p. 74].

Esta modalidad permite a los beneficiarios recibir el pago en efectivo equivalente a la diferencia “*del valor de la acción entre el momento en que ese bonus se concede y el que la misma acción alcance en la fecha de ejercicio de la opción*” [Sánchez Andrés, 2000, p. 33]. Aunque también se recoge la posibilidad de liquidar las diferencias en acciones¹¹⁹ o en una combinación de efectivo y acciones [Hyman, 1999, p. 363; Sherman, 2002, p. 120, NCEO, 2005a; etc.]. Por ejemplo, si las acciones cotizan a 5 € en el momento de concesión del “bonus” y llegada la fecha de ejercicio, la cotización es de 6 €, los beneficiarios tendrán derecho a recibir 1 € por cada acción que les corresponda.

Este sistema retributivo, al igual que las opciones sobre acciones, pretende alinear los objetivos de los beneficiarios con los de los accionistas, en el sentido de que ambos buscan el crecimiento del valor de las acciones, sin embargo, con importantes ventajas, ya que a diferencia de las opciones sobre acciones, si se liquidan en efectivo, no se convertirá a los beneficiarios en accionistas, lo que evita riesgos de abuso y la alteración de la participación de la empresa, a través de la entrega de los derechos políticos que van unidos a las acciones como de la supresión del derecho preferente de suscripción y de la dilución del capital social. Todas estas ventajas permiten no sólo que este sistema supere “*las trabas que imponen los organismos bursátiles y los inversores institucionales al establecimiento de planes de opciones sobre acciones*” [Melle, 1999, p. 136], sino que se consiga el beneplácito de los accionistas al establecimiento de este sistema, ya que, en definitiva, son éstos quienes deben aprobar los sistemas retributivos referenciados al valor de las acciones en la junta de accionistas.

¹¹⁹ En España, PULEVA acordó el 21 de septiembre de 1998 implantar un sistema de incentivos dirigido al “personal clave” por un importe máximo equivalente al 2% del capital social y dirigido a un colectivo de unas 40 personas. El incentivo asciende “*al resultado de multiplicar el número de acciones que le sean asignadas por el Consejo de Administración, por la diferencia existente entre el valor de cotización y el valor nominal de la acción el día anterior a aquel en que se haga efectivo el pago del incentivo*” [Folleto Informativo de Puleva, 1999, p. 5]. Por su parte, la citada empresa se reserva el derecho de elegir si el pago se hará en metálico o en acciones de la sociedad.

A pesar de todas estas ventajas, este sistema presenta un importante inconveniente, al necesitar la empresa de disposición de efectivo para el pago de la remuneración, por lo que puede no ser un sistema muy adecuado para empresas de nueva creación o que se encuentren en proceso de saneamiento [Martínez Sanz, 2001, p. 1365]. El efectivo puede obtenerse de “cualquier reserva para remunerar a sus administradores o si, por el contrario, tiene que disponer de autocartera para, una vez obtenido el importe de la venta, asignar a los administradores las cantidades adeudadas” [Ávila y Moralejo, 2000, p. 202]. Parece más adecuada la segunda opción ya que “sólo a través de las acciones se podrá determinar con exactitud cuál es el importe que les corresponde percibir a los administradores o, en su caso, a los trabajadores” [Ávila y Moralejo, 2000, p. 202].

Este sistema se ha mostrado muy útil para combinarlo con la entrega de opciones sobre acciones tradicionales, de tal forma que el beneficiario puede financiar la compra de las acciones otorgadas por las opciones, mediante el dinero percibido por los derechos de revalorización que también poseía [Córdoba, 2001, p. 67]. Esta modalidad que combina opciones sobre acciones y bonus diferenciales, se denomina en los mercados norteamericanos como “tandem SARs” [Kole, 1997, p. 86; NCEO, 2005a].

2.5.2. Acciones fantasma (phantom stock) y opciones sobre acciones fantasma.

Este sistema retributivo es muy similar a los bonus diferenciales, sin embargo, en este caso, los beneficiarios tendrán derecho a percibir, sin realizar ningún tipo de desembolso previo, no sólo la diferencia del valor de la acción al que se hace referencia (acción teórica o fantasma) entre la fecha en que se conceden y el momento en que el plan termina, siempre¹²⁰ en metálico, sino que también es frecuente recibir el valor que tenía la acción al inicio [Achard y Castello, 2000, p. 61; NCEO, 2005a]. Es este último aspecto, el de recibir el valor que tenía inicialmente la acción, constituye la principal diferencia entre este sistema y los SARs.

¹²⁰ No faltan autores [Sherman, 2002, p. 122] que recogen la posibilidad de que la liquidación pueda realizarse también en acciones o en una combinación de acciones y dinero.

Las opciones sobre acciones fantasma consisten, al igual que las acciones fantasma, en otorgar un bonus, pero, en este caso, es frecuente que su recepción esté ligado a parámetros tales como la subida del valor de las acciones, el importe de las ventas¹²¹, de los beneficios o cualquier otro indicador de la empresa [Estrada, 2001, p. 1].

A pesar de que, como no se produce la entrega de las acciones, no se transfieren los derechos inherentes a las mismas, como el derecho a voto, puede darse la circunstancia de que los beneficiarios del plan tengan derecho a recibir *“el equivalente a los dividendos repartidos durante el tiempo de duración del programa, porque se consideran “reinvertidos” en la compra de más phantom stock”* [Sánchez Andrés, 2000, p. 33], como si fuesen socios reales, aunque, en cualquier caso, no se hablaría de dividendos sino de una *“una retribución complementaria variable de cuantía equivalente”* [Ibáñez, 2000, p. 92].

Es muy frecuente el uso de esta figura tanto por las sociedades cotizadas (con respecto a sus propias acciones o las de otra compañía como, por ejemplo, la dominante del grupo), como por las no cotizadas, las cuales normalmente utilizan referencias al valor de las acciones de otras sociedades o bien con respecto a un *“valor nocional de mercado fijado para la empresa a modo de cambio teórico”* [Ibáñez, 2000, p. 89]. Sobre todo se ha generalizado su uso, en los últimos años, por parte de inversores no profesionales en sociedades cotizadas inglesas y norteamericanas, así como por inversores de empresas no cotizadas y empresas de servicios de inversión de tamaño mediano, pero de gran inversión y volumen de facturación [Ibáñez, 2000, p. 89].

El uso de este sistema retributivo, por parte de las empresas que no cotizan sus acciones en bolsa, plantea algunos problemas referentes al hecho de que el valor de sus acciones no es conocido, por lo que es necesario contar con un experto independiente que establezca el valor de mercado de la empresa y elabore un modelo que permita actualizar dicha valoración en el tiempo.

¹²¹ Por ejemplo, *“se entregan al trabajador 100 acciones fantasma que valen cada una 10, ligadas a lo que suban las ventas, si las ventas suben un 100%, la opción fantasma pasa a valer el doble, 20 y el trabajador recibe la diferencia, es decir, 10. Si las ventas suben un 10%, la opción fantasma valdrá 11 y el trabajador recibirá 1 por cada opción que se le hubiera entregado. El valor de la opción fantasma se puede conocer en cada momento a qué se tiene derecho”* [Estrada, 2001, p. 1].

La motivación de incrementar el valor de las acciones también aparece en esta figura retributiva, al igual que en los planes de opciones sobre acciones, salvo que, en este caso, no se convierte al beneficiario en accionista, por lo que, en principio, y de la misma manera que se apuntaba para los bonus diferenciales, se superan deficiencias no produciéndose la dilución del capital social y la supresión del derecho preferente de suscripción, etc. Para los beneficiarios también presenta una ventaja destacable que es el hecho de que no tiene que desembolsar cuantía alguna en ningún momento, al contrario de lo que ocurre con las opciones sobre acciones, que, si quiere ejercitarlas, deberá pagar el precio de ejercicio.

Sin embargo, este sistema presenta el mismo inconveniente que los bonus diferenciales, como es la pérdida de liquidez que supone la entrega en metálico a los beneficiarios del importe resultante a la fecha de ejercicio, lo que no será recomendable para aquellas empresas de nueva creación o que se encuentren inmersas en un proceso de saneamiento económico [Martínez Sanz, 2001, p. 1365].

Otro de los problemas que presenta este sistema retributivo es la definición de los parámetros, ya sean individuales, colectivos o corporativos, a los que irá asociado el derecho a recibir el bonus correspondiente, sumado al establecimiento de los dos valores que definen el ejercicio de los derechos concedidos, que son el precio de ejercicio de una opción ordinaria y otro equivalente a la cotización o valor actual de las acciones sociales [Ibáñez, 2000, p. 92].

2.5.3. Acciones restringidas (vesting rights stock y restricted stock).

La concesión de acciones restringidas consiste en la entrega de acciones propias de la empresa al empleado en unas condiciones especiales como la restricción de su venta en el mercado [Sánchez, 1999a, p. 15; Achard y Castello, 2000, p. 63]. Incluso es posible que las acciones mantengan todos sus derechos de voto, incluido el del pago de dividendos, durante el período de restricción [Sánchez, 1999a, p. 15]. No sólo se establece la restricción de la venta, sino que también se pueden establecer otras condiciones, como, por

ejemplo, el cumplimiento de determinados objetivos o el no abono de dividendos [Murphy, 1998, p. 23]. También podría establecerse la posibilidad de eliminar la restricción de la venta de las acciones antes de la fecha prevista si se cumplen una serie de objetivos¹²².

Los objetivos a alcanzar pueden ser de carácter financiero, operativo, etc., de tal forma que, en comparación con las stock options que hemos llamado tradicionales, se establece una conexión más directa entre el cobro y la consecución de dichos objetivos para la empresa, al vincularse el cobro con la consecución de determinados objetivos, evitando la crítica de que la retribución esté vinculada sólo al valor de cotización, que está influido por muchos factores ajenos al comportamiento de la empresa.

El procedimiento normal es que se produzca la entrega de acciones¹²³, posponiendo la percepción de los derechos económicos derivados de las mismas, básicamente el dividendo, a la fidelización a la empresa durante un determinado período de tiempo [Tapia Hermida y Tapia Frade, 2002, p. 125] y al cumplimiento de determinados objetivos. Incluso, en ocasiones, la empresa se reserva el derecho de recomprar las acciones [Ibáñez, 2000, p. 96] en el caso de que el trabajador abandone la empresa o sea despedido, siempre y cuando no sea considerado el despido como improcedente.

Entre las ventajas que presenta este tipo de figura, destaca la facultad de retener a los beneficiarios en el seno de la empresa, ya que las acciones siempre mantienen algún valor, suponiendo un menor riesgo para los empleados aunque esta modalidad en opinión de Caballero y Nicolás [2004, p. 7] reduce el número final de acciones entregadas con

¹²² Sirva como ejemplo el caso de ZELTIA que aprobó por el Consejo de Administración en su reunión de 29 de marzo de 2006 la entrega gratuita de acciones sujetas a un sistema de inmovilización o “lock up” a fin de que no puedan ser enajenadas. Dicha inmovilización permanecerá en vigor durante un período de 3 años desde que se produzca la entrega efectiva de las acciones. Sin embargo, “*transcurrido un año y seis meses desde la entrega de las acciones, se desbloquearán parte de las mismas: concretamente, se levantará la inmovilización del número de acciones que resulte de dividir el total de acciones entregadas entre un coeficiente ya fijado por el Consejo en función del grado de desempeño de cada uno de los empleados durante 2005 (cumplimiento de objetivos de dicho ejercicio) de acuerdo con la información facilitada al respecto por las compañías del Grupo Zeltia empleadoras de cada uno de los beneficiarios*” [Zeltia, Hecho Relevante 29/3/2006, p. 1].

¹²³ Realmente son acciones que “*se van revistiendo de derechos a lo largo de diferentes períodos de tiempo (por ejemplo 1000 acciones en 10 años, que se irán atribuyendo en grupos de 333, y vested cada tres, siempre y cuando se permanezca en el puesto). Suelen emitirse y concederse estos RS a precios irrisorios (sólo por la parte vested o acciones efectivamente “adquiridas”) y pueden ser recompradas por la sociedad, en el caso de los non-vested al precio pagado por el ejecutivo (si lo hubo) y al que fije el propio Consejo de Administración (tomando en consideración su precio en libros, el valor de mercado o el que ofrezca un tercero) en los efectivamente vested*” [Sánchez Andrés, 2000, p. 32].

respecto a los planes de opciones sobre acciones, y por lo tanto, también la posibilidad de alcanzar grandes ganancias. Sin embargo, y a pesar de correr el riesgo de percibir menos acciones que las derivados de la aplicación del sistema de stock options, este sistema asegura, siempre que se cumplan los objetivos fijados, la percepción de acciones, mientras que, a través de las stock options, dependiendo del precio de cotización, el beneficiario se convertía en accionista o no. En este sentido, Sherman [2002, p. 122] destaca el factor psicológico de este sistema retributivo, basado en que la inminente posibilidad de recibir acciones y, por tanto, de convertirse en accionistas incluye más positivamente sobre los beneficiarios al percibir este supuesto más real y cercano que otros sistemas retributivos.

Esta figura ha sido ampliamente utilizada por empresas de alta tecnología que esperaban cotizar en Bolsa, reservándose para los promotores y fundadores dichas acciones a un precio inferior del de las acciones preferentes, siendo éstas sobre las que “*gravitaba el verdadero riesgo de capital*” [Sánchez Andrés, 2000, p. 33].

El desarrollo de esta figura, en detrimento de las stock options, ha sido causado por el ciclo bajista por el que han pasado las diferentes bolsas de valores que han hecho que dicho planes tradicionales hayan perdido su atractivo, decidiéndose las diferentes empresas¹²⁴ por utilizar estos instrumentos retributivos. Esto ha originado que muchas empresas hayan pasado a utilizarlas, como por ejemplo, Microsoft, que anunció, en Noviembre de 2003, el cese de la concesión de opciones sobre acciones, para utilizar esta nueva figura de acciones restringidas, pudiéndose sumar otras como Dell Computer o Amazon.

¹²⁴ La utilización de este tipo de instrumentos no es nueva, ya en que “*en el año 2002 el 43% de las Top 250 del selecto Fortune 100 utilizaban este tipo de incentivo, principalmente dirigido a sus directivos. Asimismo el estudio sobre Compensación de Directivos realizado por Watson Wyatt en Gran Bretaña muestra que al menos el 50% de los participantes en el estudio concedían Performance/restricted Shares Plan en el año 2002*” [Povedano, 2003b, p. 1].

CUADRO 2.6
VENTAJAS DE LA UTILIZACIÓN DE LAS PERFORMANCE/RESTRICTED SHARES

EMPRESA	BENEFICIARIO
Vínculo directo de la ganancia con el éxito real de la empresa a largo plazo y no sólo con el incremento de valor de la acción	En determinadas circunstancias, mejor tratamiento fiscal que las opciones sobre acciones.
Reducción de los costes de despido, ya que tanto la concesión como la ganancia es menor.	Menor riesgo, ya que se convierte en propietario de un valor financiero.
Retribución más “higiénica” al convertir al beneficiario en accionista, obviando la sospecha de “instrumento especulativo” que en ocasiones pesa sobre otro tipo de incentivos a largo plazo.	Más arraigo de sentimiento de propiedad y pertenencia a la empresa al transformarse en accionista.

Fuente: Povedano [2003b, p. 2]

2.5.4. Acciones por objetivos (performance Share).

Consisten en el derecho de los beneficiarios a recibir acciones de la empresa en una fecha futura, siempre y cuando se cumplan una serie de objetivos establecidos previamente (aumento de beneficios, beneficios por acción, etc.) [Mercader Uguina, 1996, p. 215; Achard y Castello, 2000, p. 63]. En este caso, la cotización de la acciones es indiferente [Tapia Hermida y Tapia Frade, 2002, p. 124], al tratarse de una *“remuneración desvinculada al nivel de precios de mercado de los títulos representativos de su capital, pero ligada en sustancia al aumento efectivo del valor de la firma, de sus objetivos económicos o de sus parámetros estratégicos esenciales”* [Ibáñez, 2000, p. 94].

Aunque sería posible vincular el precio de las acciones con determinados objetivos financieros de la empresa, esta práctica no resulta muy habitual, siendo más frecuente que los objetivos se vinculen *“con resultados empresariales, volúmenes de negocio o ubicación en ranking sectoriales diversos de competitividad, rentabilidad, total o financiera y otros”* [Ibáñez, 2000, p. 94].

Además de cumplir con los objetivos establecidos, se suele exigir la permanencia de los beneficiarios en la empresa durante un período de tiempo, para poder ser finalmente

titulares de las acciones¹²⁵. Una vez cumplidos los objetivos, el beneficiario del plan se convierte en accionista por lo que pasará a ser perceptor de dividendos y demás derechos económicos y políticos que le correspondan.

El objetivo perseguido, con este sistema, es recompensar a los beneficiarios si alcanzan los objetivos previamente establecidos, lo que puede traducirse, a su vez, en la consecución de ganancias *“en el precio de la acción, tanto durante la vida del plan como posteriormente, si el directivo las mantiene en cartera”* [Gennaoui y Revuelta, 2004, p. 145].

El problema se plantea a la hora de determinar los objetivos a alcanzar, ya que éstos deben estar directamente relacionados con la actividad que realizan los beneficiarios. De ahí que su definición debe hacerse de forma clara y eficaz, permitiendo vincular de forma directa las actividades del beneficiario con los niveles obtenidos. Si se consigue dicha definición, se podrá superar una de las críticas recibidas por los planes de opciones sobre acciones, la dificultad de relacionar el rendimiento de los empleados con el valor de las acciones en el mercado, más influenciado por factores exógenos que por las propias decisiones tomadas en el seno de la empresa.

2.6. LOS PLANES DE STOCK OPTIONS

Se entiende por Plan de 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 ésta o de alguna de las empresas del grupo a un determinado precio durante un período de tiempo prefijado. El uso de estos planes como herramienta retributiva ha aumentado considerablemente en las dos últimas décadas, llegando a ser un factor clave en la retribución de muchas empresas. Aunque estos sistemas

¹²⁵ *“Un reciente estudio de Clark/Bardes Consulting recomienda que el nivel de titularidad de opciones sobre acciones, a pesar de ser un elemento importante de la compensación, mantenga un equilibrio con el nivel de acciones en propiedad de los directivos para asegurar el crecimiento de la compañía a largo plazo”* [Povedano, 2003a, p. 1].

retributivos pueden ser utilizados por cualquier empresa, independientemente de su actividad, tamaño o condición bursátil, podríamos decir que, normalmente, son las empresas grandes, cotizadas y pertenecientes a los sectores financiero, químico-farmacéutico, alta tecnología, consumo o alimentación [Sánchez, 1999a, p. 16] las que más utilizan los planes de stock options.

Las circunstancias que pueden ser determinantes a la hora de establecer o no un plan de opciones giran en torno a las posibilidades de crecimiento futuro y al deseo de cotizar en bolsa. Así pues, un plan de opciones puede ser muy conveniente para una empresa con expectativas futuras de crecimiento, ya sea porque está iniciando su actividad o porque se encuentre en fase de saneamiento económico [Ávila y Moralejo, 2000, p. 188], permitiéndole mantener liquidez en el momento de la concesión del plan a la vez que se les ofrece a los trabajadores la posibilidad de participar en el desarrollo futuro. Mientras que, si una determinada empresa no quiere cotizar en bolsa para que sus acciones no sean enajenadas, es aconsejable que no utilice un plan de opciones, ya que esta situación será inevitable.

Decidida la estrategia de establecer un plan de opciones para los empleados, muchos son los determinantes para alcanzar el éxito y, por tanto, a tener en cuenta para la elaboración y el diseño del mismo. Entre otros, se pueden señalar los siguientes:

- Empleados. En primer lugar, sería conveniente decidir a qué empleados se quiere compensar, ya que podría establecerse un plan de opciones para todos los trabajadores o sólo para algunos que se consideren clave dentro de la empresa.
- Objetivos estratégicos. En segundo lugar, se trataría de establecer los objetivos a alcanzar por parte de los beneficiarios del plan. En caso de que se establezcan dichos objetivos, debe decidirse qué tipos de objetivos es más conveniente utilizar, así como si se pueden relacionar con incentivos de trabajo que ya estén en funcionamiento [Barrasús, 2000a, p. 18].
- Comunicación a los beneficiarios. En tercer lugar, se revela necesario transmitir a los beneficiarios el objetivo perseguido con la implantación del

plan. Los beneficiarios deben conocer si se pretende imponer una cultura de propiedad accionarial en la empresa, con lo que se manifiesta posible el establecimiento de diferentes planes a lo largo del tiempo para alcanzar el objetivo perseguido o se trata únicamente de un beneficio concreto que no implica la elaboración futura de otros planes.

Dentro de los planes, con base en los beneficiarios, se pueden distinguir los de directivos, que son aquéllos que se destinan únicamente a personas clave en una determinada empresa, siendo éstos los planes más frecuentemente utilizados; y, los planes para empleados, que se refieren a aquellos planes que van destinados al resto de trabajadores, cuando éstos no son empleados clave ni con puestos altamente relevantes en el escalafón de la empresa. Esta clasificación genérica podría desagregarse más si distinguimos entre planes *“dirigidos a los administradores gerentes o ejecutivos, los que tienen por beneficiarios a los directores generales y asimilados (management especialmente cualificado), los que se dirigen al personal directivo (management ordinario), aquellos que tienen por destinatarios a ejecutivos que ocupan otros puestos de relieve en la estructura empresarial, pero que no participan en funciones directivas strictu sense, y finalmente aquellos que son ofrecidos a los trabajadores comunes u ordinarios de la empresa”* [Tapia Hermida y Tapida Frade, 2002, p. 58].

El hecho de establecer el mismo plan retributivo para todos los empleados de una empresa ha sido ampliamente criticado, sin embargo, surgen diferentes motivos para seguir impulsando el uso del mismo plan para todos los empleados, tales como el hecho de *“incentivar a toda la plantilla, impulsar una mejora social o justificar las stock options concedidas a los ejecutivos previamente”* [Córdoba, 2001, p. 19] a los que Ibáñez [2000 220] añade el *“deseo de paliar los diferenciales retributivos entre categorías laborales con intención preventiva de costes y conflictos empresariales”*.

En los mercados americanos a los planes de opciones sobre acciones que se otorgan a todos los empleados de una determinada empresa se les denomina “Employee Stock

Purchase Plans” (ESPP)¹²⁶ los cuales pueden obtener importantes ventajas fiscales siempre que presenten, al menos, las siguientes características:

- Sólo pueden participar los empleados de la empresa o de las filiales.
- El empleado no debe poseer más del 5% del valor de todas las acciones.
- El plan debe ser aprobado por los accionistas antes o después de los 12 meses de su adopción.
- Todos los empleados de la empresa deben ser incluidos en el plan. Sin embargo, los empleados contratados con una antigüedad de 2 años, a tiempo parcial y altos directivos pueden ser excluidos.
- La determinación del precio y demás provisiones deben ser uniformes para todos los empleados, con algunas excepciones.
- El precio de ejercicio no debe ser inferior al 85% del valor de mercado en el momento en que se emita la opción.
- El período máximo para ejercer la opción es de 5 años.
- Las opciones no pueden ser transferidas y sólo el empleado puede ejercerlas.

Otra característica, que aporta fundamentos para dividir los planes, es si los beneficiarios están determinados o no en el momento de la concesión. Así pues, se hablaría de planes con beneficiarios determinados, cuando en el momento de la elaboración del plan de retribución, éstos son reconocidos perfectamente. En este caso, se está gratificando su trabajo o haber alcanzado determinados objetivos “a priori”. Por el contrario, con beneficiarios no determinados, puede suceder que para el ejercicio de las opciones se

¹²⁶ Los ESPP no debe confundirse con los ESOP (Employee Stock Ownership Plan) que también debe destinarse a todos los empleados permitiendo obtener importantes ventajas siempre y cuando se cumplan una serie de requisitos. Sin embargo, la diferencia es que los empleados no obtendrán beneficios hasta el momento de la recepción de las acciones que no se producirá hasta la jubilación, incapacidad, muerte u otras causas de finalización del trabajo. Esta modalidad de plan se encuentra regulada en EEUU por la Ley ERISA (Employee Retirement Income Security Act) de 1974. Para más información sobre las ventajas, objetivos y funcionamiento de los ESOP puede verse Barrasús Guijarro, P. (2000): “*Empleados con acciones. Los planes de participación accionarial para el personal (ESOP)*”. Iniciativa Emprendedora y Empresa Familiar nº 24, pp. 22-27.

hayan establecido unos objetivos a alcanzar, en cuyo caso, hasta que no llegue el momento del ejercicio, no se sabrá realmente quienes son los beneficiarios del plan. De ahí que se hablará, en esta situación, que los beneficiarios serán determinables, debiendo distinguir entre beneficiarios iniciales o potenciales y beneficiarios finales o potenciales [Ibáñez, 2000, p. 65], siendo estos últimos aquellos que cumplan “a posteriori” los objetivos fijados.

Una de las clasificaciones más importantes que se ha establecido en los mercados americanos, y que no se puede dejar de mencionar, es la que distingue entre Incentive Stock Options (ISO) y Nonincentive Stock Options (NSO), siendo la principal diferencia entre ambos planes, que los primeros, siempre que cumplan una serie de características establecidas, tienen un tratamiento fiscal privilegiado¹²⁷. En el momento en que los planes no cumplen los requisitos exigidos pasan a ser Nonincentive Stock Options. Cuestión destacable es que las condiciones exigidas para los planes de stock options, aunque no tengan acceso a las ventajas tributarias, y que podríamos tachar de estar redactadas al detalle, se recogen en la normativa tributaria¹²⁸.

Entre los requisitos exigidos, para poder declarar un plan como ISO, destacan: a) la obligación de identificar a los beneficiarios del plan; b) el plazo sea de 10 años; c) el precio de la opción no puede ser inferior al valor de mercado de la acción en el momento de la concesión; d) el beneficiario no puede tener más del 10% de los derechos de voto de la empresa; e) la intransmisibilidad de las opciones en los dos años siguientes a la concesión o en el año siguiente a la adquisición de las acciones; f) la limitación del número de opciones, a cada persona, a la cantidad de 100.000 dólares anuales, etc.

¹²⁷ Los beneficiarios de las ISO no tienen que reconocer rentas ordinarias cuando se produce la entrega de la opción sino cuando se produce la venta, intercambio, regalo o transferencia de las acciones. Sin embargo, las NSO están sujetas al pago de impuestos por parte del empleado en el momento de recibir las opciones siempre y cuando exista un valor de mercado disponible en el momento del ejercicio, en caso contrario, será gravada en el momento de su ejercicio [Barrasús, 2000a, p. 16]. Para más información puede consultarse, entre otros: Brownlee y Lynch [2001]: *Accounting for stock options* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=908077>; Poitras, G. [2004]: *Executive Stock Option disclosure: Is FAS 123 adequate?* [En línea] <http://www.sfu.ca/poitras/eso3.pdf>.

¹²⁸ Concretamente están recogidas en la Sección 422 (a)(b)(c) del “Internal Revenue Code”. Dicha normativa se encuentra recogida en la página web <http://www.fourmilab.ch/ustax/www/contents.html>.

Aunque el plan no tenga ventajas fiscales, en cuyo caso se hablaría de NSO, éste debe cumplir una serie de requisitos mínimos, recogidos en la normativa tributaria, entre otros: a) se permite que el precio de ejercicio sea inferior al de mercado, siempre y cuando sea proporcional a los servicios prestados por el beneficiario; b) las opciones sean ejercitadas en cualquier momento desde su concesión, salvo que se establezca un plazo determinado para asegurar la permanencia en la sociedad de los altos cargos; c) las opciones sean ejercitadas con posterioridad a la finalización del empleo con la sociedad; y, d) la prohibición de la transmisibilidad de las opciones para garantizar la fidelidad del ejecutivo.

Además de las clasificaciones mencionadas, existe una fundamentada en las características propias que presente el plan retributivo, pudiendo distinguir los siguientes tipos de planes [Hall, 2000, p. 26]:

- Planes de valor fijo (*fixed value plans*): estos planes se caracterizan porque sus beneficiarios reciben opciones, por un valor predeterminado, cada uno de los años que dure el plan. Por ejemplo, cuando una empresa decide que cada beneficiario incluido en el plan perciba una retribución por importe de 100.000 u.m. al año, durante los cuatro que dura el plan.

El uso de este tipo de planes tiene como objetivo controlar lo que cada beneficiario gana, al establecerse de antemano. Sin embargo, esta modalidad presenta el inconveniente de eliminar la relación entre el rendimiento alcanzado y la paga recibida, ya que cobrarán lo mismo con independencia de los resultados obtenidos por la empresa. La clave, en el uso de este tipo de planes, estará en establecer el importe adecuado a percibir, de tal forma que los beneficiarios obtengan un beneficio similar al otorgado por las empresas de la competencia, a fin de evitar que los empleados abandonen la empresa atraídos por los planes de la competencia, estando el importe, en cualquier caso, acorde con el desempeño realizado.

- Planes de número fijo (*fixed number plans*): en este caso, se establece que cada beneficiario percibirá un número determinado de opciones todos los años que dure el plan, con independencia del valor de cotización de las acciones. Por ejemplo, una empresa

decide que cada beneficiario incluido en el plan perciba 10.000 opciones al año, durante los cuatro que dura el plan.

Esta modalidad permite establecer una vinculación más fuerte entre las decisiones de los beneficiarios y la retribución, ya que en función de cómo sea el valor de cotización de las acciones en el momento del ejercicio de las opciones, así será el beneficio alcanzado. En consecuencia, si el valor de cotización se ha incrementado con respecto al precio de ejercicio, se obtendrá beneficio, pero si el valor de cotización se mantiene igual o se ha disminuido, los beneficiarios no ejercerán sus opciones, puesto que no tendrán valor alguno.

Este tipo de planes es el más utilizado por las empresas españolas, estableciéndose el número de opciones a recibir por cada beneficiario en el momento de la concesión del plan, cuantía que no tiene por qué ser igual para todos, fijándose normalmente en función del puesto desempeñado y de los objetivos alcanzados de los fijados “a priori”.

- Planes de mega-concesiones: estos planes no son muy utilizados, apareciendo únicamente en *“las empresas que no cotizan en bolsa y en las empresas de alta tecnología que acaban de salir a bolsa”* [Hall, 2000, p. 28]. Consisten en determinar, en el momento de la concesión, tanto el número de opciones a entregar a cada beneficiario como el precio de ejercicio. Por ejemplo, una empresa decide entregar a cada beneficiario *“el primer año 80.000 opciones, con un valor según la fórmula Black-Scholes de 2,8 millones de dólares, equivalente al valor neto actual de un millón de dólares al año durante tres años. Las modificaciones en la cotización de las acciones tendrían un efecto espectacular en esta gran cartera. Si la cotización de las acciones se duplica, el valor de las opciones (...) se dispararía hasta las 8,1 millones de dólares. Si el precio desciende un 70%, sus opciones valdrían simplemente 211.000 dólares, menos del 8% de su participación original”* [Hall 2000, p. 28].

CUADRO 2.7
TIPOS DE PLANES DE STOCK OPTIONS

PLAN	VALOR FIJO	NÚMERO FIJO	MEGA-CONCESIONES
Definición	Una serie de concesiones anuales con valor constante, que suponen una proporción constante del salario o de la remuneración total en efectivo.	Una serie de concesiones anuales de un número fijo de opciones.	Una gran concesión inicial que sustituye a las concesiones anuales; el precio de ejercicio y el número de opciones quedan determinados en el momento de la concesión.
Ejemplo	Se conceden a un ejecutivo opciones por valor de un millón de dólares cada año durante cuatro años o se le hace una concesión por valor de 1,2 veces su salario anual durante cuatro años	Se conceden a un ejecutivo 25.000 opciones a dinero cada año, durante cuatro años.	Se conceden al ejecutivo 100.000 opciones a dinero este año y ninguna en los tres años siguientes.
Puntos fuertes	Reduce al mínimo el riesgo de retención; aunque la cotización de las acciones desciende sustancialmente, el ejecutivo sigue recibiendo una gran concesión nueva al año siguiente, con lo que se garantiza que mantiene una importante participación en el capital.	Crea unos incentivos más potentes que los planes de valor fijo; las nuevas opciones a dinero cada año reducen el riesgo de retención	Crea los incentivos más potentes para la creación de valor.
Puntos débiles	Da lugar a unos débiles incentivos para la creación de valor.	Ofrecen unos incentivos de menor peso que las mega-concesiones; tienen un mayor riesgo de retención que los planes de valor fijo, ya que ofrecen una menor concesión de opciones a los ejecutivos si se ha producido un descenso en la cotización de las acciones.	Agrava el riesgo de retención; si la cotización de las acciones desciende significativamente, los ejecutivos tienen unos escasos incentivos y pueden abandonar la empresa salvo que se modifique el precio de ejercicio de las opciones.
Comentarios sobre su conveniencia	Poco adecuado para grandes empresas estancadas que no tengan espíritu emprendedor. Frecuentemente es adecuado para empleados no ejecutivos, con relación a los cuales la reducción del riesgo de retención suele ser por lo menos tan importante como los incentivos de creación de valor.	Pueden ser un adecuado punto de equilibrio entre los incentivos de gran eficacia y la reducción del riesgo de retención para muchas empresas. Son muy adecuados para las empresas de reciente creación que después de la salida a bolsa siguen empleando mega-concesiones. Junto con las mega-concesiones, pueden ser válidas para empresas que, en la actualidad, empleen planes de valor fijo y que quieran crear unos mayores incentivos para la creación de valor.	Adecuadas para las grandes empresas estables que necesitan inyecciones de vigor emprendedor, en especial las que tienen pocas probabilidades de sufrir un elevado riesgo de retención en el supuesto de un descenso en la cotización de las acciones. No son adecuadas para las empresas de reciente creación que actúan en el campo de la alta tecnología después de su salida a bolsa, ya que la cotización de sus acciones está sometida a una gran volatilidad y estas empresas están muy interesadas en mantener en la empresa a los principales ejecutivos.

Fuente: Hall [2000, p. 28]

2.7. REQUISITOS PARA EL ESTABLECIMIENTO DE LOS PLANES DE STOCK OPTIONS

Para poder utilizar los planes de stock options, es preciso que se cumplan una serie de requisitos: cumplimiento de la legislación del derecho de sociedades y, de la normativa bursátil, en el caso de que sean sociedades cotizadas las que pretendan formular planes de opciones sobre acciones como sistema retributivo.

Antes de analizar los requisitos exigidos, se considera conveniente hacer una breve mención, por un lado, a qué tipo de sociedades van dirigidos los citados instrumentos retributivos. Sin duda, y como se ha expresado anteriormente, el origen de las stock options, como sistema retributivo, se sitúa fundamentalmente en las sociedades anónimas cotizadas, dada la separación entre propiedad y gestión. No obstante, compartimos la opinión de aquellos autores que admiten la posibilidad de establecer planes de opciones sobre acciones en otro tipo de sociedades. Así, Vázquez Lepinette [2000, p. 5] opina que *“nada impide que se remunere mediante un plan de opciones sobre acciones de una sociedad cotizada a los directivos de una sociedad distinta, cotizada o no, que pertenezca al mismo grupo que la sociedad sobre cuyas acciones se constituye el plan”*. Por su parte, Fernández del Pozo [1999, p. 1450] expresa que *“los programas descritos valen tanto para sociedades cotizadas como para sociedades no cotizadas (...) son más típicos de las primeras (...) en teoría pueden instrumentarse planes de opciones sobre participaciones en sociedades limitadas”*.

Por otro lado, debe definirse a quiénes están destinadas las stock options. En teoría se pueden otorgar tanto a directivos, administradores y a cualquier persona que tenga un vínculo laboral con la sociedad. Sin embargo, la práctica muestra, y los diferentes estudios y encuestas realizadas, que suelen ser mayoritarios los planes destinados únicamente a los directivos¹²⁹.

¹²⁹ Por ejemplo, la organización Andersen realizó en 1998 un estudio sobre la implantación de sistemas de incentivos basados en acciones. En dicho estudio, se recoge que el 75% de las empresas del Reino Unido y el 30% de las empresas de Europa Continental poseían sistemas de incentivos basados en acciones sólo para sus directivos. Sin embargo, un 27% del total de las empresas participantes tenía estos sistemas establecidos para todos sus empleados [Mazo, 2000, p. 325]. En España, según datos de la Fundación Europea para la Mejora en las Condiciones de Trabajo y de vida de Dublín, a través de una encuesta realizada por la Comisión Europea *“el 91% de las empresas que cotizan en el índice de la bolsa española IBEX-35, disponen de planes*

En el derecho español, la Ley de Sociedades Anónimas no dispone explícitamente quiénes pueden ser los beneficiarios¹³⁰. En el Art. 75 se preceptúa que “*cuando la adquisición tenga por objeto acciones que hayan de ser entregadas directamente a los trabajadores o administradores de la sociedad (...)*”, de lo que se deduce que los beneficiarios pueden ser tanto los administradores como cualquier otro trabajador de la empresa. Por otra parte, la Disposición Adicional Cuarta en la Ley de Sociedades Anónimas establece que “*(...) la aplicación de sistemas de retribución consistentes en entrega de acciones o de derechos de opción sobre las mismas, así como cualquier otro sistema de retribuciones que esté referenciado al valor de las acciones, a Directores generales y asimilados de sociedades cotizadas, que desarrollen funciones de alta dirección bajo dependencia directa de los órganos de administración, de comisiones ejecutivas o de consejeros delegados de la sociedad cotizada (...)*”, de cuyo texto se desprende que también es posible, al menos, al amparo de la legislación societaria, otorgar este tipo de sistemas retributivos a los directivos generales y asimilados.

de incentivos basados en acciones, pero sólo el 16% se destinan a todos los empleados, mientras que el 84% es para los directivos”.

¹³⁰ Independientemente de que surja el dilema de si tiene naturaleza salarial para lo cual hay que distinguir entre [Monereo, 2002, p. 2]:

“- Los consejeros o miembros del Consejo de Administración en las empresas que revistan la forma jurídica de sociedad serán excluidos (según el artículo 1.3., c) ET), del ámbito de aplicación del Derecho del Trabajo, siendo la relación que les une a la sociedad puramente mercantil

No cabe plantear aquí el problema de la naturaleza salarial o no de estos planes de retribución variable.

- El personal de alta dirección, no incluido en el supuesto anterior, es sujeto de una relación laboral de carácter especial (según artículo 2.1, a) ET, que se rige por el RD 1382/1985, de 1 de agosto) y donde se incluyen sólo “aquellos trabajadores que ejercitan poderes inherentes a la titularidad jurídica de la empresa y relativos a los objetivos generales de la misma, con autonomía y plena responsabilidad sólo limitadas por los criterios e instrucciones directas emanadas de la persona o de los órganos superiores de gobierno y administración de la entidad que respectivamente ocupe aquella titularidad” (artículo 1.2 del RD 1382/1985). Estos “altos cargos” constituyen uno de los sujetos principales de estos sistemas de remuneración variable.

- Los demás trabajadores y mandos intermedios (sujetos a ambos casos a una relación laboral común) pueden también ser sujetos de estos planes de incentivación mediante stock options.

Es en relación a estos dos grupos de trabajadores, los trabajadores de alta dirección sometidos a una relación laboral especial, y los demás trabajadores, incluidos mandos directivos intermedios de la empresa, respecto a los que se plantea la principal cuestión que los sistemas retributivos constituidos por opciones sobre acciones plantean en el ámbito laboral, a saber: su posible configuración como salario”.

2.7.1. Requisitos exigidos por el Derecho de Sociedades.

La aparición de estos nuevos instrumentos retributivos en España, y ante la falta de regulación de los mismos, que se puso en evidencia con el escándalo de Telefónica, llevó a introducir una reforma a través de la Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, con el objetivo de alcanzar la transparencia de este tipo de retribuciones en los mercados de valores. Sin duda, el detonante de la reforma fue la salida a la luz pública, que el Presidente de Telefónica utilizó información privilegiada para la compra de 262.224 opciones sobre acciones de Telefónica en enero de 1998.

La Ley 55/1999 introdujo, entre otras modificaciones¹³¹, un segundo párrafo en el Art. 130 del TRLSA, referente a la retribución de los administradores, disponiendo que *“la retribución consistente en la entrega de acciones, o de derechos de opción sobre las mismas o que esté referenciado al valor de las acciones, deberá preverse expresamente en los estatutos, y su aplicación requerirá un acuerdo en Junta General de Accionistas. Dicho acuerdo expresará, en su caso, el número de acciones a entregar, el precio de ejercicio de los derechos de opción, el valor de las acciones que se tome como referencia y el plazo de duración de este sistema de retribución”*.

Del nuevo texto se pueden destacar dos aspectos fundamentales:

a) La obligación de reflejar estos sistemas retributivos en los estatutos, cuando estén destinados a los administradores, aspecto que ya estaba preceptuado en el Art. 9, h) y 130 del TRLSA, lo cual puede tener varias interpretaciones. Martínez Sanz [2001, p. 1356] considera que la inclusión nuevamente de la constancia estatutaria viene a recalcar que *“en la práctica tales sistemas de retribución no se contemplaban en los estatutos, sentándose las reglas que, de cara al futuro han de seguirse para que los mismos puedan tener efectividad”*. Por su parte, Ávila y Moralejo [1999, p. 190] consideran que el objetivo de incluir este precepto es meramente clarificador en cuanto a que *“la retribución referida al beneficio no es el único supuesto que requiere previsión estatutaria”*. En cualquier caso,

¹³¹ Además de otras modificaciones en determinados artículos de la Ley del Mercado de Valores, que se analizarán en el epígrafe siguiente 2.7.2. *Requisitos exigidos por la legislación bursátil*, con respecto a la obligación de presentar información sobre estos sistemas retributivos que persiguen alcanzar la transparencia informativa en los mercados de valores.

la justificación de este requerimiento tiene su fundamento en que “*los accionistas puedan tener una idea previa de la significación de los derechos económicos de los administradores y de su repercusión en el momento de fijarse los beneficios distribuibles*” [Tusquets, 1998a, p. 132].

b) Hace mención al órgano que debe aprobar el citado sistema retributivo, siendo éste la Junta General de Accionistas¹³², aspecto que hasta ahora no estaba regulado. La decisión adoptada sobre que sea la Junta General quien acuerde el establecimiento o no de estos nuevos sistemas retributivos viene a sumarme a la corriente de opinión de la mayoría de la doctrina, cuando indica que no es conveniente que el propio órgano de administración fije su remuneración, al entrar en juego el conflicto de intereses. Vázquez Lepinette [2000, p. 5] opina que existen tres razones para este requerimiento:

- En primer lugar, los estatutos pueden recoger la utilización de este tipo de retribución, pero, sin embargo, no puede concretar exactamente las condiciones del mismo. De ahí que, posteriormente, cuando se conozcan dichas condiciones, se someta a la aprobación de la Junta, para que no sean los propios administradores quienes lo hagan, evitando así caer en la autocontratación;
- En segundo lugar, la aprobación se establece como condición, debido a la trascendencia de las stock options, ya que implican una dilución del capital social en manos de los accionistas;
- Y, en tercer lugar, la aprobación se establece para evitar que los administradores establezcan su propia retribución, evitando así un conflicto de intereses con los accionistas.

De igual modo, si los beneficiarios son personal de alta dirección, directores generales y asimilados, también se establece la obligación de que sea la Junta General de Accionistas el órgano encargado de su aprobación, al existir también riesgo de conflicto de

¹³² Este precepto es el mismo que establece la normativa americana, salvo que en EEUU la normativa es tributaria siendo el Internal Revenue Service quien establece la condición de que debe ser la Junta General quien fije el plan con todas sus características: designación de beneficiarios, número de acciones a entregar, precio de la acción, plazo para su ejercicio, etc. [Torrent, 2002, p. 2985].

intereses, siendo únicamente de aplicación en el caso de sociedades cotizadas. Así lo establece la Disposición Adicional Cuarta del TRLSA, al recoger que *“la aplicación de sistemas retributivos consistentes en entrega de acciones o de derechos de opción sobre las mismas, así como cualquier otro sistema de retribuciones que esté referenciado al valor de las acciones a directores generales y asimilados de sociedades cotizadas, que desarrollen funciones de alta dirección bajo dependencia directa de los órganos de administración, de comisiones ejecutivas o de consejeros delegados de la sociedad cotizada requerirá la previa aprobación de la junta general de accionistas”*.

La distinción entre sociedades cotizadas y no cotizadas no tiene ninguna explicación, puesto que los accionistas de las sociedades no cotizadas deben disponer de las mismas ventajas para su protección que los accionistas de las sociedades cotizadas, a no ser que *“el legislador haya tomado en consideración el hecho de que son fundamentalmente sociedades cotizadas las que aplican retribuciones que dan lugar en un momento determinado a la entrada de los administradores y directivos en el capital social de la compañía y que, por este motivo, ha de existir un mayor control en su aplicación”* [Andújar, 2002a, p. 101].

Además, la Ley 55/1999 introduce un aspecto retroactivo, al regular también aquellos sistemas retributivos establecidos con anterioridad al 1 de enero de 2000, a través de la Disposición Adicional 19ª.3 que añade al TRLSA una Disposición Adicional Tercera:

El ejercicio y la enajenación de los derechos de opción sobre acciones concedidos antes del 1 de enero del año 2000 a los administradores de una sociedad cotizada en ejecución de sistemas de retribución de la misma, en el supuesto en que no esté expresamente prevista en los Estatutos sociales esta forma de remuneración, requerirá en todo caso la previa aprobación de la Junta General de accionistas.

Lo dispuesto en el párrafo anterior será igualmente de aplicación, en cuanto a los referidos administradores, en relación con la ejecución o cancelación de sistemas retributivos referenciados al valor de las acciones establecidos antes del 1 de enero del año 2000.

Igualmente los Directores generales y asimilados que desarrollen funciones de alta dirección bajo dependencia directa de los órganos de administración, de comisiones ejecutivas o de consejeros delegados de las sociedades cotizadas, para el ejercicio o la enajenación de los derechos de opción sobre acciones concedidos antes del 1 de enero de 2000 o a los mismos en ejecución de sistemas de retribución de las referidas sociedades cotizadas precisarán en todo caso de la previa aprobación de la Junta General de accionistas en el supuesto en que la mencionada concesión no hubiera sido expresamente aprobada por esta última.

Del mismo modo, lo dispuesto en el párrafo anterior será de aplicación, en cuanto a los citados Directores Generales y asimilados, en relación con la ejecución o cancelación de sistemas retributivos referenciados al valor de las acciones establecidas antes del 1 de enero de 2000.

Este precepto fija que es necesario que, para el ejercicio o enajenación, para la ejecución o cancelación de los derechos de opción sobre acciones o de sistemas retributivos referenciados al valor de las acciones establecidos antes del 1 de enero de 2000, que no estuviesen aprobados por la Junta General de Accionistas, lo que no era obligatorio, se someterán a la aprobación de la misma. Esto no es muy congruente, ya que, en caso de no aprobación, pueden los beneficiarios demandar a las empresas por incumplimiento del contrato firmado en el momento de la concesión. Por estos motivos, más que una regulación estudiada, *“parece haber sido promulgada como un toque de atención a alguna compañía que ha emprendido planes de opciones (evidentemente Telefónica, en que la ejecución de las opciones proporcionará astronómicos beneficios a los atributarios) como argumento político provocado por la inminencia de elecciones generales, que a un planteamiento nuevo y completo del tema de la retribución de los directivos”* [Torrent, 2002, p. 2995].

La reforma introducida por la Ley 55/1999 no sólo hace referencia a las opciones sobre acciones sino también a otras dos figuras como son la entrega de acciones a los administradores y la retribución referenciada al valor de las acciones. Sin embargo, la reforma no hace referencia a los tipos de opciones sobre acciones que se pueden dar en la práctica, lo cual ha constituido una de las críticas recibidas por la reforma [Torrent, 2002, p. 2986], a lo que habría que sumar el no establecimiento de ningún tipo de protección para los terceros acreedores [Ávila y Moralejo, 2000, p. 206], así como la falta de limitación en cuanto a los beneficios a percibir por los destinatarios de estos sistemas retributivos, aspecto éste que ha sido tratado por los diferentes códigos de buen gobierno, aunque se traten únicamente de recomendaciones.

La nueva normativa española se ha acercado a la norteamericana, ya que, en EEUU, la competencia para determinar las retribuciones ha venido recayendo en los Comités de

Retribuciones¹³³, formados por consejeros independientes, evitando así los conflictos de intereses surgidos por que sean los administradores los que fijen su propia remuneración. En el caso que dicho órgano no exista, se establece, con carácter general, que los planes de stock options, dirigidos a los administradores o altos cargos, sean aprobados por la Junta General de Accionistas, conforme a las diversas normativas de los mercados de valores estadounidenses¹³⁴ y la normativa fiscal¹³⁵ [Puyol, 2001, p. 490].

El acuerdo de aprobación del plan de opciones por parte de la Junta General de Accionistas debe comprender, al menos, y según prescribe el Art. 130 de la Ley de Sociedades Anónimas, “*el número de acciones a entregar*¹³⁶, *el precio de ejercicio de los derechos de opción, el valor de las acciones que se tome como referencia y el plazo de duración de este sistema de retribución*”.

Número de acciones a entregar

Es éste uno de los aspectos más importantes a notificar, ya que en el supuesto de que finalmente se ejerciten las opciones y se adquieran las acciones, se va a determinar, de forma aproximada, el importe total que van a recibir los beneficiarios de las opciones. La legislación española no establece ningún tipo de límites al número de acciones a entregar¹³⁷, aunque debe atenderse a los criterios generales que impiden realizar acciones

¹³³ Por lo que se refiere a los Comités de Retribuciones, la SEC “*extendió en 1978 (...) el deber de informar sobre su existencia. Desde entonces, el porcentaje de sociedades cotizadas que cuenta en sus consejos con un Comité de Retribuciones, que ya en ese momento superaba el 50%, experimentó un rápido y progresivo incremento, hasta llegar en la actualidad a un 99%*” [Guerra Martín, 2003, p. 402].

¹³⁴ New York Stock Exchange Listed Company Manual P 312.04 (h), Nasdaq Stock Market Rule 4460 (i) (1)(A) Securities Dealers Manual y Sección 711 American Stock Exchange Company Guide, entre otras.

¹³⁵ Sección 422 (a)(b)(c) del Internal Revenue Code, donde se recogen los diferentes requisitos que deben cumplirse si se quieren obtener una serie de beneficios fiscales, por lo que los planes pasan a ser Incentive Stock Options.

¹³⁶ “*La mención a acciones “a entregar” ha excluido a los planes de SARs, donde el ejercicio de las opciones genera para el administrador ejerciente el derecho de cobrar los diferenciales liquidativos engendrados por la cotización de las acciones subyacentes, acciones que no se transmitirán; sí, en su lugar, tales diferencias en efectivo*” [Ibáñez, 2000, p. 177].

¹³⁷ No es extraño si tenemos en cuenta que la legislación española no establece ningún límite, independientemente de cual sea el sistema retributivo, a la retribución de los administradores.

que vayan en contra de los intereses sociales¹³⁸. A esta apreciación, hay que añadir que nuestra legislación viene utilizando el control judicial para la remuneración de los componentes del órgano de administración [Tusquets, 1998a, p. 166].

El límite, en cualquier caso, dependerá de si se tratan de opciones de suscripción o de opciones de compra. En el primer caso, el límite podría estar en la “*no dilución significativa del capital social*” [Vázquez Lepinette, 2000, p. 6], ya que, en caso contrario, se estaría perjudicando los intereses de los accionistas. Aunque la norma no recoge ninguna mención expresa sobre este punto, sí lo han hecho otros ordenamientos¹³⁹, por lo que siguiendo el derecho comparado, el límite en cuanto a los aumentos de capital podría fijarse en un 10%. De cualquier forma, este aspecto no ha sido preocupante hasta ahora, ya que la práctica ha mostrado que el porcentaje de capital afectado por los planes no suele superar el 1% en las sociedades cotizadas [Fernández del Pozo, 1999, p. 1457].

En el segundo caso, cuando se trate de opciones de adquisición, referente a la entrega a los beneficiarios de acciones que la sociedad tiene en autocartera, la legislación española establece, como límite, que el valor de las acciones propias, que una sociedad posea, no supere el 10% del capital social¹⁴⁰, si bien el límite será del 5% para las sociedades cotizadas¹⁴¹.

Por su parte, la comunicación del número de opciones a entregar se hará de forma global, ya que nada dice la ley al respecto de que deba informarse sobre la cuantía que se entregará a cada uno de los beneficiarios del plan, aspecto que podría considerarse imprescindible si se quiere alcanzar una transparencia completa de este tipo de retribuciones. Otra de las deficiencias de la ley es que “*ni se menciona el porcentaje*

¹³⁸ El artículo 115.1 del TRLSA establece que “*podrán ser impugnados los acuerdos de las Juntas que sean contrarios a la Ley, se opongan a los estatutos o lesionen, en beneficio de uno o varias accionistas o de terceros, los intereses de la sociedad*”.

¹³⁹ En EEUU y Reino Unido, donde los planes de opciones están regidos por la legislación tributaria, para obtener beneficios fiscales, se establecen límites cuantitativos que hacen referencia al número de opciones que individualmente puede obtener cada uno de los beneficiarios.

¹⁴⁰ Según establece el artículo 75.2 del TRLSA.

¹⁴¹ Según establece la Disposición Adicional Primera del TRLSA, punto 2, “*el límite de adquisición de acciones propias o de acciones de la sociedad dominante establecido en el número 2 del artículo 75 de esta ley queda fijado, en relación a las acciones cotizadas en un mercado secundario oficial, en el 5% de la cifra del capital social*”.

máximo de capital social que representan las acciones atribuidas en su conjunto, de acuerdo con la práctica habitual en los folletos y programas de ISOs presentados a control administrativo, los cuales suelen expresar asimismo la relación entre el número de opciones y acciones subyacentes o proporción de conversión o ejercicio” [Ibáñez, 2000, p. 177]. Quizás sea más importante conocer la proporción que suponen las acciones u opciones sobre acciones, incluidos en los planes de retribución, sobre el total del capital social de la empresa, que el número de acciones a entregar, dato que por sí solo no proporciona información.

Precio de ejercicio de los derechos de opción

Entiende la doctrina que se hace referencia, en este caso, al “*precio que han de pagar los beneficiarios de las acciones cuando ejercitan el derecho de opción*” [Vázquez Lepinette, 2000, p. 7] y no al precio de la opción, ya que éstas normalmente se entregan con carácter gratuito o, mejor dicho, sin coste alguno para el beneficiario, ya que la contraprestación lo constituye el trabajo prestado en la empresa, aunque bien es cierto, que en su caso, sería conveniente recoger lo que han de pagar por dichas opciones.

La legislación española no establece ningún tipo de límite al precio de ejercicio. De ahí, que pueda establecerse, por parte de la empresa, el precio de ejercicio que considere oportuno. Sin embargo, en este caso, será la Junta General de Accionistas la encargada de aprobar el precio cuando se someta a aprobación el plan retributivo.

El precio de ejercicio será fijado en función del objetivo a alcanzar por parte de la empresa. Si la empresa lo que pretende es alcanzar una determinada revalorización de la acción en un período determinado, es frecuente que el precio de ejercicio de las opciones sea aproximadamente igual que el valor de cotización de las acciones en el momento de la concesión del plan, encontrándonos con cláusulas que establecen que “(...) *el precio de ejercicio será de (...), correspondiente a la media aritmética simple de los precios de cierre de la acción en el mercado continuo durante las treinta sesiones inmediatamente anteriores*”¹⁴² a la fecha en que se acordó el plan de opciones sobre acciones. De esta

¹⁴² Comunicación de hecho relevante nº 2/2000 enviado por Gamesa, S.A. a la CNMV.

forma, se estaría recompensando a los beneficiarios “a posteriori” si se consigue un incremento del valor de las acciones.

Si, por el contrario, la empresa pretende desde un primer momento, “a priori”, premiar a los beneficiarios del plan, es frecuente encontrarnos con que el precio de ejercicio fijado es inferior al precio de mercado existente en el momento de la concesión del plan (opciones al descuento), circunstancia que no es permitida en otros ordenamientos, tales como el americano o británico, en base a sus normas tributarias¹⁴³.

Otra alternativa que conjuga las dos anteriores sería si, estableciéndose las “opciones al descuento”, se exigiese el cumplimiento de una serie de requerimientos al valor de la acción, para que puedan ser ejercitadas las opciones, tales como:

- Que se produzca un incremento determinado, expresado normalmente en un porcentaje, siendo habitual un 5 ó un 10%, en el valor de cotización, como condición para que los beneficiarios puedan ejercitar el derecho de opción.
- Que se produzca un incremento determinado con respecto a un determinado índice de referencia. Por ejemplo, sobre el valor de cotización medio de las empresas que pertenezcan al mismo sector de actividad. En este caso, estaríamos ante un incremento relativo en función del comportamiento del resto de empresas y del mercado en general, pudiendo, en este caso, eliminar el sesgo introducido por los factores exógenos que influyen sobre los mercados de valores.

Valor de las acciones que se tomen como referencia

La normativa no establece qué valor debe tomarse como referencia, pudiendo ser el valor de cotización absoluto de la sociedad o bien el valor de cotización relativo con respecto a un determinado índice o ponderación, ya sea el índice general de la bolsa en la que cotiza, el índice general del sector económico en el que opera, etc.

¹⁴³ En base a la Internal Revenue Code y Finance Act, respectivamente.

En determinadas situaciones las acciones de referencia podrían ser de otras empresas diferentes a la que otorga el plan de opciones. Esta situación resulta lógica si la empresa de referencia formase parte del mismo grupo, ya sea la sociedad dominante o dependiente. Sin embargo, y aunque podría ser posible tomar como referencia las acciones en cualquier otra empresa ajena al grupo, ya que la legislación no lo prohíbe expresamente, esta situación eliminaría totalmente el factor incentivador de este sistema de retribuciones, ya que no existiría en este caso ningún nexo de unión entre la actividad realizada en la empresa por el beneficiario de las opciones y el valor que alcancen las acciones referenciadas. Así lo ha entendido también Huerta *et al.* [2000, p. 1469] al establecer que *“hubiera sido bueno, para evitar que pueda crear la confusión de que se está legalizando la retribución de los administradores en atención a la cotización de sociedades distintas a las por ellos administradas, que el legislador hubiera concretado que se estaba haciendo referencia al valor de las acciones de la propia sociedad administrada”*. Además, es preciso añadir que, en los casos que se produzca la entrega de acciones de otra sociedad, no existe obligación de comunicar a la CNMV el establecimiento de un sistema de retribución en el que sean beneficiarios los administradores o directivos.

A pesar de los inconvenientes y críticas recibidas por el uso como referencia, de las acciones de otras empresas, no faltan autores que lo consideran positivo sobre todo para las sociedades de responsabilidad limitada y sociedades anónimas no cotizadas, ya que les permitiría usar los planes de stock options de una forma más fácil [Bellvehí, 2002a, p. 51], máximo si se observa que sus acciones no tiene liquidez, al no cotizar en bolsa, siendo, a su vez, mucho más difícil establecer el valor que tienen las acciones, lo que supone recurrir a un experto para la elaboración de un sistema de valoración.

Plazo de duración de este sistema de retribución

La legislación tan sólo exige que se especifique la duración del sistema retributivo de forma global, sin que se tengan que especificar la duración de cada una de las diferentes fases que se incluyen dentro de estos sistemas retributivos. De acuerdo con la opinión de Ibáñez [2000, p. 181], que se muestra crítico con la legislación, se considera que podría ser muy relevante el hecho de poner en conocimiento de los accionistas la duración de las

diferentes fases en que se divide el plan de opciones: el período de exclusión, de ejercicio, de prohibición de venta de las acciones por parte de los beneficiarios, etc.

En la práctica, en España, la duración total de los planes de opciones sobre acciones suele ser de alrededor de 3 años, aspecto que diferencia a éstos de los planes establecidos en EEUU, donde se establecen los planes más a largo plazo, con una duración de alrededor de 10 años [Caballero y Nicolás, 2004, p. 6].

Todos estos requisitos informativos, establecidos en el TRLSA para la aprobación de los planes por parte de la Junta General de Accionistas, son mínimos en comparación con los exigidos por la normativa americana¹⁴⁴ que, además de la información anterior, requiere una mención expresa sobre: la naturaleza y objetivos del plan; el número de acciones que corresponden a cada opción; el precio al que se podrán adquirir las opciones, justificado mediante informe elaborado, al efecto, por el órgano competente para la adopción del plan; los beneficiarios del plan y de los criterios para su selección; la forma de administración del plan; el período en el que los beneficiarios podrán ejercitar sus opciones y forma de ejercicio de las mismas; las restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones adquiridas y los derechos que otorgarán a sus titulares; las implicaciones fiscales del plan; y, las previsiones para la modificación del plan.

Ante esta situación, y teniendo en cuenta que el objetivo básico de la reforma acometida por la Ley 55/1999 fue alcanzar una mayor transparencia en los sistemas retributivos, especialmente los destinados a los administradores y altos cargos de las empresas cotizadas, se podría afirmar que, sin dudar de la necesidad de la reforma, ésta se ha mostrado insuficiente, aunque no es de extrañar por su precipitación en ver la luz. Por tanto, cabría resaltar, a nuestro juicio, que es necesario ampliar la información exigida a tenor de la recogida por la normativa americana, al ser el mercado americano el que más experiencia atesora en este tipo de instrumentos retributivos, si bien, hay un aspecto no recogido, que sería interesante que la normativa española exigiese, y es el coste que el sistema puede tener para la sociedad o incluso para los accionistas en los casos en que la

¹⁴⁴ Sección 157 Delaware General Corporation Law y la Sección 505 (e) New York Business Corporation Law.

retribución se financie a través de la dilución de las accionistas [Belda y Espinosa, 2006, p. 378; Fernández Armesto, 2004, p. 201].

Además, la normativa debería extenderse a aspectos como el establecimiento de un límite retributivo máximo¹⁴⁵, para evitar los escándalos ya ocurridos, la inclusión de otras figuras retributivas que han ido surgiendo, diferentes a la entrega de acciones, opciones sobre acciones o retribución referencial al valor de las acciones, figuras a las que se ciñe nuestra normativa, etc.

2.7.2. Requisitos exigidos por la legislación bursátil.

El uso de los planes retributivos, basados en acciones, opciones sobre aquéllas o referenciados al valor de cotización de las mismas, influye sobre el valor de cotización de las empresas que los implantan. De ahí, que sea un dato importante que deben conocer tanto los accionistas como los inversores. Puesto que la legislación bursátil tiene como uno de sus primordiales objetivos velar por la transparencia de la información y de que ésta se ponga a disposición de los accionistas e inversores, se establecen una serie de exigencias informativas en cuanto al uso de estos sistemas, tanto para las empresas que los conceden como para los beneficiarios, especialmente si éstos son miembros del consejo de administración o directivos de la empresa.

Por otra parte, la implantación de los citados sistemas retributivos pueden derivar en otras situaciones que también requieren su comunicación por parte de la sociedad si ésta posee acciones propias para la posterior entrega a los beneficiarios de un plan, o por parte de los beneficiarios si como consecuencia de la ejecución del plan retributivo alcanzan una participación significativa en la empresa, etc.

¹⁴⁵ Espinosa [2005] recoge dos opciones para limitar el número de opciones entregadas a los trabajadores:

- Face value: las empresas establecerán una proporcionalidad entre el número de opciones sobre acciones concedidas a los participantes y el salario percibido por éstos.
- Coste de las opciones: las opciones se concederían valorando éstas mediante algún método matemático que permitiera estimar el valor o coste que esas opciones tendrían en la fecha actual en el mercado. Así, la sociedad podría conceder un número de opciones tal cuyo valor de mercado en la fecha de la concesión, se correspondiera con un determinado porcentaje del salario.

2.7.2.1. Para los emisores

Varias son las situaciones en las que las empresas otorgantes de sistemas retributivos (consistentes en entrega de acciones, entrega de opciones sobre aquéllas¹⁴⁶ o bien una retribución referenciada al valor de cotización), deben informar a la CNMV. Dichas situaciones son las siguientes:

a) Sistemas retributivos otorgados a administradores o directivos, como hecho relevante.

Entre las distintas fechas en las que se elaboran los estados contables que deben presentar las sociedades que intervienen en los mercados de valores, pueden acontecer sucesos que afectan al precio de las acciones que han emitido. Los citados sucesos son denominados en la normativa como información relevante¹⁴⁷. El artículo 82 de la LMV¹⁴⁸ establece que será información relevante *“toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario”*. Algunos ejemplos de acontecimientos que pueden considerarse como hechos relevantes son los siguientes [Saur, 2003, p. 107]:

- Acuerdos relativos a reducciones y aumentos de capital social, de cualquier clase, incluyendo la emisión de acciones preferentes o sin votos; ejercicio de derechos.
- Modificaciones de las características y otras circunstancias relativas a los valores.
- Acuerdos de transformación, fusión, disolución, liquidación o escisión de sociedades.

¹⁴⁶ El Art. 5 del RD 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisición por éstas de acciones propias, establece que *“... se asimilarán al derecho de opción sobre acciones, los warrants, obligaciones convertibles o canjeables y cualquiera otros valores que atribuyan a sus titulares el derecho a suscribir o adquirir acciones”*.

¹⁴⁷ Originalmente el Art. 82 de la LMV hablaba de “hecho o decisión”, deduciéndose que puede ser un acontecimiento, un suceso externo ajeno a la voluntad o una decisión que es un acto voluntario de toma de postura o acuerdo empresarial. Tras la Ley Financiera, la comunicación se extiende a toda “información relevante” [Roldán, 2003, p. 154].

¹⁴⁸ Este artículo fue modificado por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reformas del Sistema Financiero (conocida como “Ley Financiera”) que se deriva tanto del proceso de integración comunitaria como de la evolución y el desarrollo de nuestros mercados [CNMV, 2002a, p. 23].

- Modificación de estatutos sociales...

Si bien la legislación no ha reparado en enumerar todas las situaciones y acontecimientos¹⁴⁹ que deben considerarse como hechos relevantes, dejándolo, en principio, a criterio de cada empresa y, posteriormente, a los usos y costumbres, sí se han recogido expresamente algunas situaciones. Una de ellas es la de comunicar si algún administrador o directivo¹⁵⁰ recibe en concepto de retribución, acciones de la sociedad en la que ejerce su cargo o de derechos de opción sobre aquéllas o, bien, si se sigue otro sistema cuya liquidación se halle vinculada a la evolución del precio de esas acciones (Art. 21 del RD 377/1991¹⁵¹). Las comunicaciones deben realizarse tanto en el momento de establecimiento del sistema (de igual forma deberá comunicarse si se produce alguna modificación) así como en el momento de la liquidación del mismo.

Para la comunicación de dicha información, como hecho relevante, la CNMV propone un modelo recogido en la Circular 4/2000¹⁵², de carácter voluntario, al admitir la no presentación de dicho modelo, siempre y cuando la información presentada sea similar a la propuesta.

Dicho modelo consta de 2 hojas, denominadas CSR1 y CSR1 bis (ver *Anexo I*), que deberán ser cumplimentadas siguiendo las siguientes reglas:

- La primera hoja (CSR1) será cumplimentada cualquiera que sea el sistema retributivo objeto de la comunicación, recogiendo los datos del administrador o del directivo, los de la sociedad que otorga el sistema retributivo, y el tipo y las características

¹⁴⁹ El RD 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado, regula las obligaciones de los emisores en materia de información relevante y detalla los medios y plazos para su comunicación al organismo supervisor, la posibilidad de retrasar su comunicación bajo determinadas circunstancias y la obligación de que el emisor cree registros de todas las personas que tengan acceso a esa información.

¹⁵⁰ Se entiende por directivos, según el Art. 21.1 del RD 377/1991, a “*los directores generales y asimilados que desarrollen funciones de alta dirección bajo dependencia directa de los órganos de administración, de comisiones ejecutivas o de consejeros delegados de la sociedad cotizada*”.

¹⁵¹ Este artículo fue introducido por el RD 1370/2000, de 19 de julio, por el que modifica el RD 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y adquisiciones por éstas de acciones propias.

¹⁵² Circular 4/2000, de 2 de agosto, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se establecen los modelos de las Comunicaciones de Derechos de opción y sistemas retributivos de Administradores y directivos en sociedades cotizadas.

del sistema establecido, con indicación tanto de la fecha de inicio y liquidación del sistema, los términos y condiciones para que el beneficiario sea acreedor o participe en el sistema y el porcentaje de su participación en el conjunto de dicho sistema.

- La segunda hoja (CSR1 bis) debe cumplimentarse sólo cuando el sistema suponga la entrega de acciones o derechos de opción de éstas de la sociedad en la que ejerce el cargo el administrador o directivo. La información a recoger se estructura en tres bloques:

1. Naturaleza, tipo y clase de valores, ya sean acciones (indicando si son acciones con voto o sin voto), o derechos de opción sobre éstas (indicando si se trata de opciones, de warrants, de valores convertibles o canjeables u otros) recogiendo una descripción sobre el régimen de transmisión establecido para los valores a entregar.
2. Condiciones económico-financieras: deberá recogerse el precio a pagar por el beneficiario por las acciones o derechos de opción sobre éstas, el precio de mercado o valor estimado de las acciones o derechos de opción a recibir, plazo para la entrega de las acciones o de derechos de opción a recibir y una descripción de las garantías otorgadas y, en su caso, de la financiación de la sociedad a favor del beneficiario del sistema retributivo en la entrega de acciones o de derechos de opción. En el caso que los precios previamente citados y el plazo estén por determinar, deberán describirse los métodos que se utilizarán para su posterior determinación.
3. Número de acciones o derechos de opción: con indicación del tipo de valor de que se trate, número y porcentaje sobre el capital que suponen, siempre que estos datos sean conocidos. En caso contrario, deberá recogerse un número mínimo y máximo estimado obtenido a partir de los datos con que se cuenten hasta la fecha, así como el porcentaje que ambas cifras supongan sobre el capital.

La comunicación de cada sistema retributivo podrá realizarse por el propio beneficiario o por la sociedad otorgante, por cuenta de aquél. En el caso de que los beneficiarios de los sistemas retributivos sean directivos, la Disposición Adicional 15.1 de

la LMV establece que serán éstos los encargados de comunicar su inclusión a la CNMV. Dicha comunicación podrá ser individual, una por cada beneficiario, o conjunta, una por cada uno de los colectivos de administradores o de directivos comprendidos en el sistema, siempre que los derechos, obligaciones y retribuciones sean iguales para todos ellos. En este último caso, cuando la comunicación sea conjunta, es preciso recoger los nombres y apellidos de cada uno de ellos.

Con respecto al plazo de tiempo para efectuar la comunicación de los hechos relevantes, la legislación española establece, con carácter general, que deben ser comunicados lo antes posible¹⁵³, con la finalidad de que los inversores puedan disponer de toda la información existente y referente al precio de las acciones. En efecto, la comunicación se ha de realizar tan pronto como *“sea conocido el hecho, se haya adoptado la decisión o firmado el acuerdo o contrato con terceros de que se trate”* (Art. 82.3 LMV). Por su parte, el contenido de la comunicación deberá ser *“veraz, claro, completo y, cuando así lo exija la naturaleza de la información, cuantificado, de manera que no induzca a confusión o engaño”* (Art. 82.3 LMV).

Para el caso concreto de las opciones sobre acciones, el Art. 20 del RD 377/1991 dispone que el período establecido para la comunicación sea de siete días hábiles desde *“la celebración del contrato, acuerdo o decisión por la que se reconozcan, adquieran o transmitan los derechos de opción”*.

Para el conocimiento de los hechos relevantes, la normativa faculta a la CNMV a requerir, tanto a los emisores de valores como a cualquier entidad que intervenga en los mercados de valores, a que comunique todos aquellos hechos que puedan afectar a la negociación de los valores, así como toda aquella información que le permita completar la documentación o los folletos que posteriormente se pondrán a disposición del público. Incluso, si es necesario, dicha información la podría hacer pública la propia CNMV, según se dispone en el Art. 89 de la LMV.

¹⁵³ Se puede entender la expresión “lo antes posible” desde el sentido empresarial, es decir, *“cuando los órganos gestores o de dirección han aprobado la operación aunque esté pendiente de ratificar la decisión por otro órgano, ya sea el Consejo de Administración o la Junta General de Accionistas”* [Roldán, 2003, p. 155].

Todos los hechos relevantes son recogidos por la CNMV e incorporados al “Registro de Hechos e Informaciones Significativas para los mercados de valores”¹⁵⁴. Este registro es de carácter público, pudiéndose consultar por cualquier persona, sin necesidad de tener una razón para ello. Aunque, sin duda, quedan fuera de toda observancia los datos personales de los miembros de las sociedades (tales como el domicilio y otros datos de carácter privado) y aquellos cuya publicidad pueda provocar perjuicios a la entidad. La CNMV no sólo debe permitir su consulta, sino que debe facilitar, en el caso de solicitud, la expedición de certificados, extractos o notas informativas o la consulta de datos por ordenador¹⁵⁵.

La publicidad de los hechos relevantes no sólo se producirá por parte de la CNMV, ya que la propia sociedad está obligada a difundir dicha información a través de su página web (Art. 82.3 y 117.2 LMV). Esta información relevante se concreta en el apartado tercero de la Orden ECO/3722/2003¹⁵⁶, relativo a la difusión de los hechos relevantes por parte de los emisores de valores:

1. Los emisores de valores deberán difundir a través de sus páginas web los hechos relevantes previamente comunicados a la CNMV, así como mantener la publicidad de los hechos relevantes a través de este medio durante el plazo que la CNMV determine. La CNMV podrá establecer, a este respecto, plazos de difusión diferentes en función del contenido del hecho relevante comunicado.

Los hechos relevantes publicados a través de las páginas web deberán corresponderse exactamente con los hechos relevantes remitidos a la CNMV.

2. Los emisores de valores garantizarán que la difusión de esta información se efectúa de manera comprensible, gratuita, directa y de fácil acceso para el inversor.

¹⁵⁴ Registro recogido en el Art. 92 de la LMV junto con el Registro de comunicación de emisiones, Registro de emisiones y de escrituras de emisores de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, Registro de la información relativa a los estados financieros y auditoría de las sociedades cotizadas, Registro de titulares de participaciones significativas, Registro que contendrá los folletos informativos aprobados por la Comisión y Registro donde se recojan las sanciones.

¹⁵⁵ En la actualidad, se puede consultar por Internet la información relevante enviada por las empresas en la página web de la CNMV (<http://www.cnmv.es>) donde hay un espacio dedicado exclusivamente a los sistemas retributivos.

¹⁵⁶ Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades.

De la necesidad de que las sociedades cotizadas contaran con una página web ya se hizo eco el Informe Winter [2002, *Recommendation II.6*], en donde se recomendaba que estas sociedades mantuvieran la información societaria permanentemente actualizada en su página web, en la que se deberían incluir, además, vínculos con los registros públicos y con otras autoridades relevantes.

Asimismo, puede suceder que la sociedad considere que la difusión de información relevante, en un momento dado, sea perjudicial para sus intereses. En ese caso, deberá comunicárselo a la CNMV, quien debe decidir si la dispensa o no de la obligación de informar sobre dicho hecho, siguiendo el criterio establecido en el Art. 91 de la LMV donde se establece que “*se eximirá del cumplimiento (...) cuando considere que la divulgación de tales informaciones sería contraria al interés público o iría en detrimento grave de quien la divulga, siempre y cuando, en este último caso, sea improbable que tal omisión induzca al público a error con respecto a hechos y circunstancias cuyo conocimiento sea esencial para la evaluación de los valores en cuestión*”.

El incumplimiento de la obligación, por parte de los emisores de valores, de difundir inmediatamente al mercado, mediante comunicación a la CNMV, toda información relevante, está tipificado como infracción en distintos apartados de los Art. 99 y 100 de la LMV, en función del tipo de información y la sede normativa de la obligación. Con carácter general se considera como infracción muy grave, según el Art. 99, ñ):

El incumplimiento, por parte los emisores de valores, de la obligación establecida en el artículo 82 cuando de ello se derive un perjuicio grave para el mercado, el incumplimiento de los requerimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores formulados en virtud del artículo 89, así como el suministro a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de datos inexactos o no veraces, o la aportación a la misma de información engañosa o que omita maliciosamente aspectos o datos relevantes.

Además, la “*falta de comunicación de informaciones a los organismos rectores de los mercados secundarios, oficiales o no, o a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en los casos en que dicha comunicación sea preceptiva con arreglo a esta Ley y no constituya infracción muy grave conforme al artículo anterior*” [Art. 100, j) de la LMV], se tipifica como infracción muy grave.

La Ley 26/2003, de 17 de julio, introdujo una nueva letra m) bis en el Art. 100 de la LMV, en cuya virtud constituye infracción grave “*la inexistencia de la página web*

prevista en el apartado 2 del Art. 117 y en el apartado 5 del Art. 82, o la falta de información señalada en dichos artículos o en sus normas de desarrollo”.

b) Acciones en autocartera.

Si la sociedad, que cotiza en bolsa, decide realizar la cobertura de su plan de opciones sobre acciones, mediante acciones en circulación, deberá utilizar su autocartera. Si no se posee acciones o éstas son insuficientes para dar cobertura al plan, la empresa procederá a adquirir dichas acciones en el mercado que pasarán a formar parte de su autocartera hasta que llegue la fecha de ejercicio de las opciones. Dicha circunstancia, es decir, la compra de acciones propias, independientemente de cual sea el objetivo de la misma, debe comunicarse a la CNMV, siempre y cuando se haya adquirido un 1% o más de su capital en un acto o actos sucesivos (sin que tengan que comunicarse las enajenaciones o ventas) en el plazo máximo de 7 días desde la fecha de la citada operación.

Las comunicaciones, formuladas por escrito, deben contener, al menos, la siguiente información:

- a) Identificación de la sociedad adquirente y, en su caso, de la dominante, así como del firmante de la comunicación. En el caso de que la adquisición se haga a través de sociedades controladas o de otras personas, identificación de quienes aparezcan como adquirentes directos de las acciones.
- b) Identificación de las operaciones o adquisiciones.
- c) Identificación del número de acciones propias que posea, directa o indirectamente, la sociedad cotizada o del número de las que de la dominante posea la dominada, en el momento de efectuarse las comunicaciones.

La exigencia de este tipo de información se justifica porque *“la empresa tiene una cierta superioridad informativa sobre el resto de los participantes en el mercado cuando entra a negociar sus propias acciones y en que esa ventaja puede afectar negativamente al proceso de formación del precio”* [CNMV, 1999, p. 72]. Esta información no es de carácter pública, aunque la CNMV, si lo estima conveniente, puede ordenar a las

sociedades emisoras que hagan públicas las comunicaciones. La CNMV establece una serie de recomendaciones relativas a cómo deben realizarse este tipo de operaciones con acciones propias, que son las siguientes [Izquierdo *et al.*, 2000]:

- El volumen de estas operaciones no debe ser superior al 25% del promedio diario de contratación.
- El precio de compra de las acciones no debe ser superior al mayor de la última transacción de terceros o al más alto contenido en una orden de compra.
- La operación debe realizarse en el horario habitual de negociación y no se deben introducir órdenes en los últimos 5 minutos.
- No deben existir simultáneamente órdenes de compra y de venta.
- No deben pactarse operaciones de autocartera con entidades del grupo, consejeros o accionistas significativos.
- Las operaciones deben canalizarse a través de un solo miembro del mercado.

c) Informe Anual de Gobierno Corporativo.

Las sociedades que cotizan en bolsa, además de comunicar los sistemas retributivos de los administradores y directivos, como hecho relevante, están obligadas a elaborar un Informe Anual de Gobierno Corporativo en virtud del Art. 116 de la LMV, introducido por la Ley de Transparencia¹⁵⁷. Posteriormente, la Orden ECO/3722/2003¹⁵⁸ se encargaría de concretar el contenido de dicho Informe, completado con la Circular 1/2004¹⁵⁹ de la CNMV, lo cual vino a normalizarlo, mediante la “*supresión de algunos de los datos que nos ofrecían las sociedades, y por el contrario con la concreción de algunos otros*” [Sánchez Calero, 2004, p. 9].

¹⁵⁷ Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

¹⁵⁸ Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades. Para las Cajas de Ahorro que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales se ha publicado la Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otra información de las cajas de ahorro que emitan valores admitidos a negociación en mercados secundarios de valores.

¹⁵⁹ Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la CNMV, sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidas a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas.

Hay que puntualizar que, a pesar de que no es obligatorio seguir las recomendaciones recogidas por los distintos códigos (Olivencia y Aldama y recientemente, el Código Unificado de Buen Gobierno), puesto que éstos se han basado en el principio de autorregulación, se ha aplicado también el principio de “cumplir o explicar”, que consiste en “*dar cuenta de las reglas que se han cumplido y explicar el por qué otras no se han cumplido*” [Sánchez Calero, 2004, p. 11]. En esta línea, Martínez Pardo [2003, p. 46] critica el hecho de que la normativa no haya identificado específicamente a qué recomendaciones han de referirse las entidades a la hora de elaborar el informe del gobierno corporativo, ya que las empresas que cotizan en varios mercados se encuentran con el dilema de decidir qué recomendaciones seguir. Sin embargo, se entiende que este hecho estuvo apoyado en el conocimiento, en ese momento, de la elaboración de un código unificado de buen gobierno.

La falta de presentación del informe y sus omisiones o datos engañosos o erróneos, según el Art. 116.5 de la LMV, además de generar una responsabilidad administrativa (falta grave según el Art. 100 de la LMV¹⁶⁰), habilita a la CNMV, con el objetivo de llevar a cabo el seguimiento de las reglas de gobierno corporativo, a “*recabar cuanta información sea precisa al respecto, así como hacer pública la información que considere relevante sobre su grado efectivo de cumplimiento*”.

La citada Circular propone dos modelos diferentes de Informe en función de que las sociedades sean anónimas o no¹⁶¹, recogidos en el Anexo I y II, respectivamente, de la citada norma.

La información a suministrar, por parte de las sociedades anónimas cotizadas, es la siguiente:

- Una relación de los miembros del Consejo de Administración que posean derechos sobre acciones de la sociedad, con indicación de los que se posean de

¹⁶⁰ La letra b bis) del Art. 100 de la LMV establece como infracción grave “*la falta de elaboración o publicación del informe anual de gobierno corporativo a que se refiere el Art. 116 de esta Ley o la existencia en dicho informe de omisiones o datos falsos o engañosos*”.

¹⁶¹ Se entienden como sociedades no anónimas, según la norma 1.a.2. de la Circular 1/2004, “*las demás entidades emisoras de valores admitidos a negociación en un mercado secundario –distintas a las entidades y corporaciones de Derecho Público y Cajas de Ahorros- (...)*”.

forma directa y de forma indirecta, y el porcentaje total que suponen sobre el capital social.

- El importe agregado de la remuneración de los consejeros, devengada durante el ejercicio, por un lado, con respecto a la sociedad objeto del informe y, por otro, por la pertenencia a otros consejos de administración y/o a la alta dirección de sociedades del grupo. Dichos importes agregados deben hacer referencia, al menos, a los siguientes conceptos:

Concepto retributivo	Datos en miles de euros
Retribución fija	
Retribución variable	
Dietas	
Atenciones estatutarias	
Opciones sobre acciones y/o otros instrumentos financieros	
Otros	
TOTAL	

Otros beneficios	Datos en miles de euros
Anticipos	
Créditos concedidos	
Fondos y Planes de Pensiones: Aportaciones	
Fondos y Planes de Pensiones: Obligaciones contraídas	
Primas de seguros de vida	
Garantías constituidas por la sociedad a favor de los consejeros	

- Descripción del proceso seguido, para establecer la remuneración de los miembros del Consejo de Administración y las cláusulas estatutarias relevantes al respecto.
- Identidad de los miembros del Consejo que sean, a su vez, también administradores o directivos de sociedades que ostenten participaciones significativas en la cotizada y/o entidades del grupo.

Compartimos la opinión de Sánchez Calero [2004, p. 31] quien lamenta que no se haya aprovechado la ocasión para la concreción del contenido del informe anual, a fin de exigir que las sociedades proporcionen información individualizada de la remuneración de

cada uno de los consejeros o miembros del Consejo de Administración, tal y como propuso el Código Olivencia en España y el Informe Winter, a nivel europeo.

Con respecto al tema de las remuneraciones, aquellas sociedades que no sean anónimas, deben elaborar un Informe que contendrá, al menos, la siguiente información:

- Respecto a la remuneración agregada de los consejeros o miembros del órgano de administración, que se haya devengado durante el ejercicio, deberá proporcionarse la siguiente información:

Concepto retributivo	Miles de euros	
	Individual	Grupo
Retribución fija		
Retribución variable		
Dietas		
Otras Remuneraciones		
TOTAL		

- Relación de las personas integrantes de la alta dirección que no sean a su vez miembros del órgano de administración, así como la remuneración total devengada por la alta dirección durante el ejercicio.
- Descripción de las operaciones relevantes que supongan una transferencia de recursos u obligaciones entre la entidad o entidades de su grupo, y los miembros del órgano de administración o directivos de la entidad.

Por último, con la aprobación del nuevo Código Unificado de Buen Gobierno [2006] es de esperar que el contenido de este Informe Anual de Gobierno Corporativo cambie, en poco tiempo, para adecuar su contenido a lo recomendado en dicho código, especialmente por lo que se refiere a incluir las retribuciones individuales de los consejeros¹⁶².

¹⁶² Ver epígrafe 1.7.2.3.3. *Transparencia de la información*.

d) Elaboración de un folleto informativo.

También la Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y de Orden Social, introdujo una disposición adicional decimosexta a la LMV, en la que se exigía a las sociedades cotizadas que, a la entrada en vigor de la citada Ley, tuviesen vigente algún sistema de retribución basado en la entrega de acciones o derechos de opción sobre acciones o cualquier otro sistema de retribución referenciado al valor de las acciones dirigido a sus administradores o directivos, deberían, con carácter previo a la ejecución o cancelación del sistema de retribución, registrar en la CNMV un suplemento de folleto que tuviesen en vigor, o un nuevo folleto específico, en el que se proporcionara información detallada e individualizada sobre las acciones y opciones o liquidaciones que correspondieran a administradores y directivos¹⁶³.

Para las emisiones (cuando se trate de acciones nuevas) o ventas de valores (acciones antiguas) posteriores a la citada ley, destinadas o no a servir de cobertura a los planes de opciones sobre acciones, la legislación estableció la exclusión de presentar el folleto informativo cuando la oferta pública estuviese destinada a los trabajadores de la sociedad emisora. Esta exclusión no impide el cumplimiento del resto de requisitos exigidos por la legislación para llevar a cabo las ofertas públicas de venta o suscripción, así como la solicitud de admisión a cotización, si se trata de acciones nuevas. Dicha exclusión fue introducida por el RD 2590/1998, de 7 de diciembre, modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores, en el ya derogado RD 291/1992, de 2 de abril, sobre emisiones y ofertas públicas de valores, donde se establecía que están exentas de presentar folleto informativo las ofertas de valores “*dirigidas a trabajadores o jubilados de la entidad emisora o de su grupo*”.

En la normativa vigente, el RD 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos, la citada exclusión se

¹⁶³ Las empresas que en base a este requerimiento registraron durante el año 2000 un folleto o un suplemento de folleto que tuviesen en vigor, fueron: Amadeus, BBVA, Grupo Dragados, Metrovacesa, Telefónica, Tubacex, Unión Fenosa y Uralita [CNMV, 2000c, p. 46].

ha recogido en los mismos términos que establece la Directiva 2003/71/CE¹⁶⁴, de forma que se establece la exclusión de elaborar un folleto informativo cuando se trate de “valores ofrecidos, asignados o que vayan a ser asignados a consejeros o empleados actuales o antiguos por su empleados o por una empresa de su grupo, siempre que los citados valores sean de la misma clase que los que ya han sido admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea, y que esté disponible un documento que contenga información sobre el número y la naturaleza de los valores y los motivos y detalles de la oferta” (Art. 41.1 e) del RD 1310/2005).

La citada exclusión será de aplicación a los planes de opciones sobre acciones, ya que, a pesar de dicho plan, supone la entrega de opciones (derecho de compra en el futuro) y no de acciones, dentro del término “valores” establecido en la legislación se incluyen también “los warrants y demás valores derivados que confieran el derecho a adquirir o vender cualquier valor negociable o que den derecho a una liquidación en efectivo determinada por referencia, entre otros, a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas, riesgo de crédito u otros índices o medidas” (Art. 3. 2 h) del RD 1310/2005).

2.7.2.2. Para los beneficiarios

La reforma de la Ley del Mercado de Valores, llevada a cabo a través de la Ley 55/1999, pretende implantar un régimen de transparencia en los mercados de valores en cuanto a los sistemas retributivos, basados en opciones y acciones de las empresas que cotizan en bolsa. De igual forma, el RD 1370/2000, de 19 de julio, en materia de derechos de opción sobre acciones, modifica el RD 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicaciones de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisición por éstas de acciones propias.

¹⁶⁴ Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en el caso de oferta pública o admisión a cotización de valores por lo que se modifica la Directiva 2001/34/CE.

a) Sistemas retributivos.

Tanto los administradores como los directivos de las sociedades cotizadas están obligados a comunicar los sistemas de retribución de los que sean beneficiarios, que impliquen la entrega de derechos de opción o de acciones de la sociedad en la que ejercen su cargo, o cuya liquidación se halle vinculada a la evolución del precio de esas acciones. Dicha comunicación se realizará si esta información no ha sido enviada ya por la sociedad en nombre de aquéllos, como hecho relevante, en base a lo dispuesto en la Circular 4/2000, y al que hemos hecho referencia anteriormente y al cual nos remitimos.

b) Participaciones significativas.

Como consecuencia de los sistemas retributivos basados en la entrega de derechos de opción o de acciones, los beneficiarios pueden finalmente convertirse en accionistas, adquiriendo aquellas acciones que le corresponden, para su mantenimiento o posterior venta. En el caso de adquisiciones o transmisiones de acciones de sociedades cotizadas en bolsa que *“determinen que el porcentaje de capital que quede en poder del adquirente alcance el 5% o sus sucesivos múltiplos o, que el que quede en poder del transmitente descienda por debajo de alguno de dichos porcentajes”*¹⁶⁵ se debe informar a la sociedad afectada, a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores en que sus acciones estén admitidas a negociación y a la CNMV, quien recogerá información en el registro sobre quién posee esa participación¹⁶⁶.

El anterior porcentaje será del 1% para los residentes en paraísos fiscales o en países sin órgano supervisor de los mercados de valores o que se nieguen a intercambiar información con la CNMV y para quienes actúen por cuenta de estos inversores. El sujeto,

¹⁶⁵ Art. 1 del RD 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisición por éstas de acciones propias.

¹⁶⁶ Art. 53 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores.

obligado a comunicar la participación significativa, deberá hacerlo en un plazo no superior a siete días desde la fecha de la operación¹⁶⁷.

En estos supuestos de participación significativa, la información mínima a suministrar será la siguiente:

1. Identificación del adquirente, transmitente o titular de la participación, así como del firmante de la comunicación. En el caso de que la adquisición o transmisión se haga a través de sociedades controladas o de otras personas, identificación de quienes aparezcan como adquirentes, transmitentes o titulares directos de las acciones. Cuando la comunicación se efectúe por quien adquiera o transmita por cuenta de otro, indicación de esta circunstancia.
2. Identificación de la sociedad cotizada en cuyo capital se adquiere, transmite o posee una participación.
3. Identificación de las adquisiciones o transmisiones y del porcentaje poseído o que quede en poder del obligado después de la adquisición o transmisión.
4. Identificación de las personas físicas o jurídicas, con quienes se hubiese celebrado un acuerdo o convenio como consecuencia del cual se produzca la circunstancia objeto de comunicación, con indicación de la participación concreta de cada interviniente y demás elementos esenciales del mismo.

En el caso de que sean los administradores los intervinientes en las operaciones mencionadas, éstos deben comunicar tanto a la sociedad emisora como a la CNMV y a la Sociedad Rectora de la Bolsa, cualquier adquisición o transmisión de las acciones, independientemente de la cuantía. Hay que destacar la importancia de esta información, ya que el administrador es *“máximo responsable de la gestión social y además persona potencialmente en conflicto con la propiedad de la empresa que le designa”* [Ibáñez, 2000, p. 193], de ahí que la transparencia informativa deba ser completa.

Esta exigencia de comunicar todas las operaciones realizadas sobre las acciones es recogida también por el RD 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley

¹⁶⁷ *“En los casos de suscripción de acciones en una ampliación de capital, dicho plazo cuenta desde el día en que finaliza el período de suscripción. Si la adquisición o transmisión es consecuencia de un título no contractual, se cuenta desde la fecha en que produce efecto”* (Art. 9 del RD 377/1991).

24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado¹⁶⁸, extendiéndose, además, a los administradores, a los directivos y a todas aquellas personas con un vínculo estrecho con los administradores o directivos de las entidades emisoras que tengan su domicilio social en España¹⁶⁹.

También se ha estipulado la obligación para los administradores de comunicar las operaciones de adquisición y enajenación de derechos de opción sobre acciones¹⁷⁰ de la sociedad (Art. 5 del RD 377/1991 y DA 16ª de la Ley 55/1999) que realicen por sí mismos o a través de sociedades que controlen o a través de personas interpuestas, con independencia de su cuantía. En este contexto, se asimilarán al derecho de opción sobre acciones “*los warrants, obligaciones convertibles o canjeables y cualquiera otros valores que atribuyan a sus titulares el derecho a suscribir o adquirir acciones*” (Art. 5 del RD 377/1991).

¹⁶⁸ Con la promulgación de este Real Decreto se transponen al ordenamiento jurídico español la Directiva 2003/124/CE de la Comisión sobre definición y revelación pública de la información pública y definición de la manipulación de mercado; la Directiva 2003/125/CE de la Comisión sobre presentación imparcial de recomendaciones de inversión y revelación de conflictos de interés y la Directiva 2004/72/CE de la Comisión sobre prácticas aceptadas de mercado, operaciones efectuadas por directivos y notificación de operaciones sospechosas. Estas tres directivas, junto con el reglamento de la CE 2273/2003, sobre exenciones para programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros, desarrollan y completan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado.

¹⁶⁹ Se entenderá por persona que tiene un vínculo estrecho con los administradores o directivos (Art. 9.3 del RD 1333/2005):

- El cónyuge del administrador o directivo o cualquier persona unida a éste por una relación de afectividad análoga a la conyugal, conforme a la legislación nacional.
- Los hijos que tenga a su cargo.
- Aquellos otros parientes que convivan con él o estén a su cargo, como mínimo, desde un año antes de la fecha de realización de la operación.
- Cualquier persona jurídica o cualquier negocio jurídico fiduciario en el que los administradores o directivos o las personas señaladas anteriormente ocupen un cargo directivo o estén encargadas de su gestión; o que esté directa o indirectamente controlado por el administrador o directivo; o que se haya creado para su beneficio; o cuyos intereses económicos sean en gran medida equivalentes a los del administrador o directivo.
- Las personas interpuestas. Se considerará que tiene este carácter aquellas que, en nombre propio, realicen transacciones sobre los valores por cuenta del administrador o directivo obligado a comunicar. Se presumirá tal condición en aquellas a quienes el obligado deje total o parcialmente cubierto de los riesgos inherentes a las transacciones efectuadas.

¹⁷⁰ “En agosto de 2001 en los registros de la CNMV constaba que existían 97 consejeros de sociedades cotizadas titulares de derechos de opción sobre acciones. Las comunicaciones han hecho referencia a derechos de opción sobre 27 sociedades cotizadas distintas, lo que supone un 10% sobre el total de sociedades con acciones admitidas a negociación en Bolsas de Valores. De ellas, 16 de las entidades pertenecen al índice selectivo IBEX-35” [Roldán, 2003, p. 161].

CUADRO 2.8
COMUNICACIONES DE OPERACIONES CON ACCIONES Y CON OPCIONES
SOBRE ACCIONES SEGÚN NORMATIVA ESPAÑOLA

POSEEDOR	HECHO A REVELAR	PLAZO	CUANTÍA
Administradores	Adquisiciones o transmisiones de acciones	7 días desde la fecha de la operación	Cualquiera
	Adquisiciones o transmisiones de opciones	7 días desde la fecha del contrato, acuerdo o decisión por la que se reconozcan, adquieran o transmitan las opciones	Cualquiera
	En el momento de su nombramiento, si poseen acciones u opciones sobre acciones	7 días desde la aceptación del nombramiento del cargo	Cualquiera
Directivos	Operaciones realizadas sobre las acciones	5 días desde la fecha en que tiene lugar la transacción	Cualquiera
Personas con vínculo estrecho con administradores o directivos	Operaciones realizadas sobre las acciones	5 días desde la fecha en que tiene lugar la transacción	Cualquiera
Resto de empleados	Adquisiciones o transmisiones de acciones	7 días desde la fecha de la operación	5% (o sus sucesivos múltiplos)

Fuente: Elaboración propia.

Hay que puntualizar que en el marco de los sistemas retributivos, normalmente, la enajenación de derechos de opción sobre acciones no suele darse en la práctica, ya que las opciones otorgadas por la sociedad tienen carácter innegociable, al ser entregadas de forma personal e intransferible, como forma de remunerar su trabajo. De ahí que el precepto pueda entenderse que se extiende también “*cuando las opciones se expidan u otorguen a virtud de cualquier otro título de cesión, gratuito u oneroso, circunstancia que igualmente justifica la modificación operada según una consideración teleológica de la norma, orientada a vigilar eficazmente el mercado de control de las sociedades cotizadas*” [Ibáñez, 2000, p. 195].

También cuando se vaya a nombrar a los administradores de una sociedad, que tengan acciones u opciones sobre aquéllas, éstos deben comunicar a la propia sociedad, a

la Sociedad Rectora de las Bolsas y a la CNMV la citada posesión, que hayan realizado por sí mismos, a través de sociedades que controlen o a través de otras personas interpuestas, con independencia de su cuantía (Art. 5 del RD 377/1991).

CUADRO 2.9
NÚMERO DE COMUNICACIONES DE OPERACIONES CON DERECHOS DE OPCIÓN EN EL MERCADO COTIZADO ESPAÑOL DURANTE 2000-2005

AÑO	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Nº de administradores	81	106	120	97	94	82
Nº de empresas	23	29	33	24	24	20
Empresas que pertenecen al IBEX-35	65%	55%	48%	54%	50%	50%

Fuente: CNMV.

En ambos casos, tanto si se procede al nombramiento de administradores con posesión de opciones sobre acciones como si éstos han realizado operaciones de adquisición o transmisión de opciones, en la ya mencionada Circular 4/2000, se establece un modelo para realizar la comunicación tanto a la CNMV como a la Bolsa donde coticen los valores. Dicho modelo (ver *Anexo I*) consta de 3 hojas:

- En la primera hoja (CDO1) se recogerán los datos sobre el administrador obligado a declarar y datos sobre la sociedad cuyas acciones se han adquirido o transmitido derechos de opción. Así mismo, deberá cumplimentarse un cuadro resumen sobre las opciones sobre acciones poseídas a la fecha de entrega de la comunicación. En dicho cuadro se recogerá información sobre aspectos tales como el número final de derechos de opción poseídos directa o indirectamente, el número de acciones en caso de ejercicio de las opciones y el porcentaje que suponen sobre el capital, siempre y cuando sea posible su determinación. En

caso contrario, se recogerá un número estimado máximo y otro mínimo que podrían suponer el ejercicio de las opciones, así como el porcentaje que estos importes supondrían sobre el capital de la sociedad.

- La segunda hoja (CDO2) será cumplimentada de forma individual, para cada uno de los diferentes derechos de opción sobre acciones, por lo que, si existen diferentes tipos, deberá cumplimentarse una hoja diferente para cada uno de ellos, a las que se les asignará un número correlativo ordinal, empezando por el “1”. La información a registrar es la establecida en el Art. 19 del RD 377/1991 y que, a continuación, se expone:
 - Clase de derecho de opción que se adquiere o transmite.
 - Título en virtud del cual se adquieran los derechos de opción y, en caso de enajenación, título en virtud del cual se posean los transmitidos.
 - Descripción del subyacente de la opción, precisando a estos efectos el valor de las acciones tanto en el momento inicial, como el precio de ejercicio.
 - Plazo para el ejercicio del derecho de opción.
 - Régimen de transmisión, si procede.
 - Prima, en su caso, que se haya desembolsado para adquirir la opción o cualquier otra contraprestación.
 - Posibles financiaciones, para la adquisición de las opciones, concedidas por la entidad emisora, así como, en su caso, cualquier garantía o cobertura a favor del tenedor de las opciones que eventualmente le hubiera sido otorgada por esa entidad en relación con el ejercicio o cancelación de esas opciones.
 - Número de opciones que se adquieren y derechos de opción de que sea titular el adquirente o enajenante después de la adquisición o enajenación.
 - Estimación, con base en los datos existentes en la fecha de comunicación, del número de acciones que resultarían del ejercicio de los derechos de opción por el titular de la comunicación.

- La tercera hoja (CDO2 bis) también será cumplimentada de forma individual para cada uno de los diferentes derechos de opción sobre acciones, por lo que si existen diferentes tipos, deberá cumplimentarse una hoja diferente para cada uno de ellos, a las que se les asignará un número correlativo ordinal, empezando por el “1”. La información a recoger debe complementar a la

exigida en la hoja anterior, debiendo ser cumplimentada sólo en el caso en el que los derechos de opción detallados previamente estén poseídos o controlados por el administrador de forma indirecta a través de empresas controladas por él o a través de personas interpuestas que actúen por su cuenta.

Para las comunicaciones que deben realizarse por parte de los administradores, el plazo será de siete días hábiles, contado desde la fecha de aceptación del nombramiento como administrador y posea opciones sobre acciones o contado desde la fecha del contrato si lo que se han producido son adquisiciones o transmisiones de opciones sobre acciones.

El incumplimiento de todas estas obligaciones de información sobre participaciones significativas podrá ser constitutivo de infracción muy grave según el apartado p) del Art. 99 por la inobservancia del deber de información o por el suministro de aquélla con una demora, con respecto al plazo establecido, igual o superior a este último, o grave de acuerdo con el apartado j) del Art. 100 de la LMV cuando, existiendo falta de comunicación, no constituye infracción muy grave.

TEMA 3

ESTRUCTURA CONTRACTUAL Y COBERTURA DE LOS PLANES DE STOCK OPTIONS

3.1. INTRODUCCIÓN

Los planes de stock options implican, de acuerdo con la doctrina, un “*complejo negocio jurídico*” [Tapia Hermida y Tapia Frade, 2002, p. 79], establecido entre la empresa concedente y los beneficiarios, y que abarca desde la aprobación del establecimiento del plan hasta su ejecución, si los beneficiarios así lo deciden, no estando regulado expresamente en nuestro ordenamiento¹⁷¹. Todas las fases que se producen desde el inicio hasta el fin, conllevan una serie de derechos y deberes tanto para el beneficiario como para la empresa concedente [Vázquez Lepinette, 2000]. Debemos aclarar que, aunque normalmente se ha venido utilizando el concepto de “stock options” para referirse al todo, aquel no es más que una parte del plan¹⁷².

El primer paso es la elaboración del Plan de retribución que será sometido a la aprobación de la Junta General de Accionistas. Dicho Plan es el documento marco que posteriormente servirá a la empresa para la formalización de los contratos individuales, entregados a cada uno de los beneficiarios [Bellvehí, 2002c]. Este documento interno de la

¹⁷¹ Es precisamente la falta de regulación jurídico-positiva la que ha llevado a ser considerado por parte de la doctrina como un “negocio jurídico complejo” [Tapia Hermida y Tapia Frade, 2002, p. 79].

¹⁷² Aclaración realizada por diferentes autores tales como Ibáñez [2000, p. 35] que recoge que “*observadores políticos, medios de comunicación social y difusores de información de las sociedades cotizadas vienen refiriéndose comúnmente a las stock options como mecanismo singular de compensación contractual, variable y en especie, que se ofrece por las empresas de mayor tamaño a quienes desempeñan en su seno labores estratégicas de administración, supervisión o dirección, entre otras. De aquí que en la mayoría de las ocasiones viene a designarse, impropiaemente, como stock options, no a los contratos de opción u opciones call sobre acciones que constituyen el núcleo contractual de los sistemas, programas o planes retributivos que las contienen, sino a estos propios planes o programas de retribución*”.

empresa no tiene carácter contractual [Molina, 2002, p. 23], ya que es elaborado de forma unilateral y sometido a la aprobación del órgano competente en el seno de la empresa (ya sea el Consejo de Administración, Junta General de Accionistas o Comité de Retribuciones, si existe). El Plan suele recoger, de forma generalizada, aspectos tales como los datos de la compañía y los antecedentes que han llevado a la aprobación del mismo, los objetivos perseguidos, por la empresa, con el establecimiento de este sistema de retribución, las condiciones específicas del plan referidas al activo subyacente, tipo de cobertura que se dará, los beneficiarios, el precio y fecha de ejercicio, la forma de pago, cumplimiento de objetivos por parte de los beneficiarios, etc.

Posteriormente, se comunica a los beneficiarios su inclusión en el Plan de Retribución, disponiendo aquellos de un tiempo para aceptarlo o no [Ibáñez Jiménez, 2000, p. 68]. Si se produce la aceptación, ésta se documenta mediante el Contrato de Opción de compra de acciones. Este contrato no debe confundirse con el Plan, ya que, en ocasiones, tienden a asimilarse, lo que no resulta excepcional, ya que ambos documentos, a pesar de tener distinta naturaleza, poseen contenidos muy similares e, incluso, puede darse la circunstancia de que la empresa entregue un documento a modo de contrato donde se remita a lo contenido en el Plan.

El Contrato de Opción de compra de acciones es el documento de naturaleza contractual que será entregado de forma individual a cada uno de los beneficiarios, los cuales, si lo aceptan, se comprometen a cumplir todos los requisitos en él recogidos. Las cláusulas normalmente hacen referencia tanto al momento del ejercicio de las opciones como a situaciones posteriores, siendo frecuente que se incluya la prohibición de la venta de las acciones adquiridas durante un período de tiempo específico, la permanencia en la empresa también durante un período de tiempo determinado, etc.

El contenido de dichos planes puede ser igual para todos los beneficiarios o bien, pueden ser diferentes entre sí, diferenciación que podría basarse en que determinados empleados contribuyen de forma mucho más importante y relevante en la marcha de la empresa que otros, ofreciendo a los primeros, mayor cantidad de opciones o mejores condiciones de ejercicio.

Con frecuencia, se incluyen determinadas cláusulas en los contratos de opciones sobre acciones, con la finalidad de proteger las condiciones establecidas para el ejercicio

de las opciones por parte de los beneficiarios que pueden verse alteradas como consecuencia de operaciones societarias practicadas, tales como ampliaciones de capital, split de acciones, pago de dividendos, etc., y otras situaciones, menos frecuentes, pero de mayor incidencia negativa tales como la liquidación, la escisión, la exclusión de la cotización, etc.

La cobertura del plan de opciones sobre acciones puede realizarse de diversas formas, ya sea mediante: a) la entrega de acciones que la sociedad tiene en su poder, hablaríamos en este caso de acciones en autocartera [Ávila y Moralejo, 2000, p. 197; Córdoba, 2001, p. 178; Martínez Sanz, 2001, p. 1363; Morales, 2001, p. 49; Álvarez y Areitio, 2004, p. 856;]; b) la ampliación de su capital, por lo que se hace necesaria la exclusión del derecho de suscripción preferente que poseen los antiguos accionistas [Ávila y Moralejo, 2000, p. 196; Córdoba, 2001, p. 176; Martínez Sanz, 2001, p. 1364; Morales, 2001, p. 49; Álvarez y Areitio, 2004, p. 855]; c) la emisión de obligaciones convertibles en acciones, opción que requiere también la exclusión del derecho de suscripción preferente.

Además, es frecuente combinar alguno de estos tres tipos de cobertura con la suscripción de algún contrato con una o varias entidades financieras para tener asegurados los cambios que se puedan producir en los precios desde el momento de la concesión del plan hasta el período de ejercicio.

En los últimos tiempos, se ha generalizado otra modalidad de cobertura, consistente en que una determinada entidad financiera realice la cobertura completa del plan [Martínez Sanz, 2001, p. 1363; Morales, 2001, p. 49; Álvarez y Areitio, 2004, p. 857] bien mediante la adquisición en el mercado de las acciones de la entidad concedente del plan, para posteriormente ser entregados a los beneficiarios, o bien acudiendo a la ampliación de capital y suscribiendo las acciones correspondientes que deberán conservar hasta el momento de la entrega de las acciones a los beneficiarios [Córdoba, 2001, p. 176]. También es posible suscribir un contrato de permuta financiera (“*swap*”), con una entidad financiera, para realizar la cobertura del plan [Fondevila, 2001, p. 14; Ibáñez, 2002, p. 2344].

Independientemente del método de cobertura utilizado por la empresa, las acciones que constituyen el activo subyacente de los planes de opciones también pueden ser de características diferentes. Aunque suele ser frecuente la entrega de acciones ordinarias a

los beneficiarios, también es posible entregar acciones sin voto, que presentan la ventaja de evitar el desequilibrio accionarial, al no permitir la participación en las decisiones de la Junta General de Accionistas [Bellvehí, 2002b, p. 61]. Además, también es posible la entrega de acciones rescatables [Yanes, 2004, p. 72], que responden a una figura novedosa en nuestro Derecho de Sociedades y que se caracterizan por ser amortizables, cuando transcurra un determinado período de tiempo. Una vez más, la decisión de entregar uno u otro tipo de acciones dependerá del objetivo perseguido por la empresa al establecer el plan de opciones.

Por último, la adquisición de las acciones por parte de los beneficiarios de un plan de opciones, en base a que la venta final de las acciones se hará en condiciones ventajosas, al colocarse a un precio inferior al de mercado, se podría considerar como uno de los supuestos de asistencia financiera, siendo de carácter ilícito a excepción de cuando se destinan al “personal” de la empresa, para facilitar su acceso a las acciones de la misma. Ahora bien, se entiende por “personal” sólo aquellos que tienen una relación laboral e, incluso, también a los que tienen una relación mercantil. Luego, también se podría incluir los planes de opciones sobre acciones destinados a los administradores en dicha excepción. En caso contrario, estaríamos ante una situación no permitida por la legislación vigente.

3.2. ESTRUCTURA CONTRACTUAL DE LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES

Para el establecimiento del plan, como se ha dicho, hay que llevar a cabo una serie de fases: a) la elaboración del Plan de retribución que será sometido a su aprobación y en el que se recogen las diferentes características del mismo; b) la materialización del plan en un contrato de opción de compra de acciones que vincula a la empresa con cada uno de los beneficiarios del plan, una vez aceptado por éstos¹⁷³; y, c) la compraventa¹⁷⁴ de acciones

¹⁷³ Las stock options son “*un negocio unitario complejo en las que no se puede disociar, por su íntima soldadura, plan o programa y contrato de opción*” [Tapia Hermida y Tapia Frade, 2002, p. 87].

¹⁷⁴ Desde el punto de vista contractual, Bañegil [1998, p. 57] considera que el contrato de opción es un contrato y la venta posterior de las acciones es otro contrato distinto. Por otra parte, Gil y Moreu [1994, p. 497] consideran que el contrato de opción de compra es un contrato preparatorio en el que “*las partes muestran su decidida voluntad de celebrar una auténtica compraventa*”.

entre la empresa o un tercero en nombre de aquélla, y los beneficiarios, si el plan llega a su fin y éstos deciden el ejercicio de las opciones de compra de acciones.

3.2.1. El Plan de retribución.

El primer paso o fase es la aprobación del “Plan de retribución” o “Plan de incentivos” por el acuerdo de la Junta General de Accionistas, si el plan va destinado a los administradores (Art. 130 TRLSA) y/o a los directivos de sociedades cotizadas (Disposición Adicional 4ª del TRLSA), o por el Consejo de Administración, cuando el plan está destinado al resto del personal.

En el primer caso, la Junta tiene la función de, al menos, aceptar las condiciones y requisitos, mientras que el Consejo de Administración o el Comité de Retribuciones se encargarán de supervisar la correcta aplicación del citado Plan¹⁷⁵, no especificándose quién debe elaborar los términos del plan. En la práctica, suele comprobarse que el Consejo de Administración es quien elabora el plan, es decir, quien decide todos los aspectos del mismo y, la Junta General de Accionistas, quien se limita a aceptarlo o no [Molina, 2002, p. 23].

Cuando en virtud de la legislación del TRLSA, la aprobación del plan de opciones sobre acciones corresponde a la Junta General de Accionistas, podría entenderse que en caso de modificación, también debe someterse a aprobación por dicho órgano [Vázquez Lepinette, 2000, p. 11], teniendo en cuenta la trascendencia de estos planes, sobre todo, si los beneficiarios son los administradores.

En cualquier caso, esta fase de aprobación del plan de incentivos o retribución, que implica actividades de planificación, no constituye “*ningún acto de concesión formal a sus potenciales beneficiarios, que sólo se produce con la conclusión del contrato de opción*” [Molina, 2002, p. 23]. Por su parte, la doctrina “*suele entender que no existe una oferta irrevocable: la sociedad mediante el correspondiente acuerdo contradictorio es libre de*

¹⁷⁵ Los códigos de buen gobierno recomiendan la creación del Comité de Retribuciones (Ver 1.7. *La retribución de los administradores y los Códigos de Buen Gobierno*).

acordar, derogar o modificar el acuerdo previo aprobatorio del plan” [Vatinet, 1997, p. 39].

El plan de retribución o incentivos es el documento marco, que posteriormente servirá a la empresa para la formalización de los contratos individuales, entregados a cada uno de los beneficiarios. Este documento interno de la empresa no tiene carácter contractual, ya que es elaborado de forma unilateral y sometido a la aprobación del órgano competente en el seno de la empresa (ya sea el Consejo de Administración, Junta de Accionistas o Comité de Retribuciones, si existe). En general, el Plan suele recoger los aspectos siguientes:

- Los datos de la empresa y los antecedentes que han llevado a la aprobación del Plan.
- Los objetivos perseguidos por la empresa, con el establecimiento de este sistema de retribución.
- Las condiciones específicas del plan, referidas al activo subyacente, tipo de cobertura adaptada, beneficiarios, precio y fecha de ejercicio, la forma de pago, cumplimiento de objetivos por parte de los beneficiarios, etc.

Asimismo, sería recomendable que se recogiese un apartado de definiciones [Bellvehí, 2002c, p. 69] con los diferentes términos que se repiten a lo largo del Plan y que los beneficiarios no tienen por qué conocer. Tal es el caso de Iberia que recoge a lo largo del Plan de Retribución, comunicado a la CNMV, como Hecho Relevante, con fecha 28 de mayo de 2003, las definiciones de cada uno de los términos a utilizar para la descripción del sistema retributivo.

Una vez que se han establecido todas las condiciones del plan de incentivos, se procederá a comunicárselo a los beneficiarios *“adoptando para ello la forma de una verdadera oferta contractual”* [Fernández del Pozo, 1999, p. 1455]. Que el beneficiario acepte¹⁷⁶ el plan es voluntario, siempre dentro del período de tiempo que dure dicha oferta,

¹⁷⁶ *“La inmensa mayoría de los planes es aceptada formal y positivamente por la totalidad de los beneficiarios”* [Ibáñez Jiménez, 2000, p. 68]. Esta afirmación no debe extrañar teniendo en cuenta que los planes de stock options pueden suponer un beneficio, que en cualquier caso es ilimitado y, sin embargo, no conlleva ningún tipo de riesgo para los beneficiarios. Aunque podríamos citar casos en los que se ha rechazado el plan como, por ejemplo, el de la empresa británica Cable & Wireless en la que el consejo propuso un plan de opciones sobre acciones para 100 directivos, que fue rechazado por un 29% de los votos en la asamblea [El País, 21-7-2001].

que normalmente es breve, “entre una semana y seis por lo general” [Ibáñez Jiménez, 2000, p. 68], siendo establecido por la propia empresa. En el momento en que el plan es aceptado por los beneficiarios, éste se convierte en irrevocable [Vázquez Lepinette, 2000, p. 11].

La aceptación del plan por parte de los beneficiarios del mismo suele documentarse mediante un contrato de opción de compra de acciones¹⁷⁷.

3.2.2. Contrato de opción de compra de acciones.

En el ordenamiento español nos encontramos con que no sólo las opciones sobre acciones no se encuentran reguladas, sino que además el propio contrato de opción no está regulado expresamente. De ahí que, existan opiniones contrapuestas sobre este tipo de contratos. Así, parte de la doctrina lo asimila al contrato de promesa de venta¹⁷⁸ regulado en el Art. 1451 del Código Civil, mientras que el resto lo considera como un contrato atípico. En esta línea, Talma [1996, p. 82] argumenta que el contrato de opción constituye un negocio jurídico sui generis (autónomo), ya que “*las partes crean un negocio distinto a las restantes figuras existentes en nuestro sistema vigente, si bien muy próximo a algunas de ellas (y, en especial, al precontrato), con las que podría entender forma una única categoría de contratos preparatorios o de formación progresiva o sucesiva*”.

De cualquier forma, compartimos la idea de Tusquets [1998a, p. 288] que opina que “*atendiendo al principio de libertad contractual del artículo 1255 del Código Civil y al reconocimiento doctrinal y jurisprudencial de las opciones de compra sobre las acciones, no debería haber obstáculo a que tales operaciones pudieran desarrollarse*”, aunque no esté expresamente regulado en nuestro ordenamiento.

El contrato de opción de compra de acciones, celebrado entre una empresa y sus empleados, administradores o directivos, es definido por Ibáñez [2000, p. 36] como el

¹⁷⁷ Puede verse un ejemplo de contrato de opción de compra de acciones en Domínguez-Alcahud, J. y Munguina, J. (1999): “*Contrato tipo de stock options y/o colocación de acciones entre empleados*”. Revista de Derecho de Sociedades nº 11, pp. 316-319.

¹⁷⁸ Un análisis detallado sobre la naturaleza jurídica de este tipo de contratos, puede verse en Ibáñez Jiménez, J. (2000): “*Stock options: regulación, economía, política retributiva y debate social*”. Editorial Dyckinson, pp. 101-104.

“suscrito entre la empresa concedente u optataria y varios concesionarios u optantes, por el cual la empresa pagadora de la retribución variable les atribuye uno o varios derechos de opción, obligándose, de conformidad con el contenido de estos derechos, en una o varias fechas previstas desde la constitución del plan y generalmente a condición de que los concesionarios cumplan determinados pactos de vinculación laboral y patrimonial con la empresa concedente, a entregarles acciones propias de la sociedad concedente en caso de que decidan ejercitar su derecho de opción manifestándolo así expresamente (stock options strictu sensu)”.

Una vez firmado el contrato de opción de compra de acciones, es cuando nace el derecho de opción, suponiendo que el beneficiario podrá exigir del concedente la venta de un número de acciones (emitidas o por emitir) en base a unas características previamente establecidas [Domínguez-Alcahud y Munguira, 1999, p. 319; Vázquez Lepinette, 2000, p. 11]. Este derecho de crédito se caracteriza por estar destinado a unos beneficiarios predeterminados.

Si posteriormente se realizase alguna modificación a las condiciones establecidas para el contrato, deberá ser objeto de renegociación entre ambas partes (beneficiarios y sociedad). Y si no hubiese acuerdo entre las partes y se produjera una modificación unilateral por parte de la sociedad, esto daría derecho a los beneficiarios a la percepción de las correspondientes indemnizaciones [Vázquez Lepinette, 2000, p. 11].

El contenido del contrato de opción no está definido, por lo que variará de unas empresas a otras, sin embargo existen muchos puntos en común. En el Anexo II se recoge un modelo de Contrato de Opción de Compra de acciones, elaborado a partir de varios ejemplares depositados en la CNMV. Su contenido se puede clasificar en cuatro tipos de cláusulas: las cláusulas relacionadas con las condiciones y el ejercicio de las opciones, las que recogen las obligaciones de la empresa concedente, las cláusulas llamadas de “fidelidad” y el resto de cláusulas que no están relacionadas con las anteriores.

3.2.2.1. Cláusulas relacionadas con las condiciones y el ejercicio de las opciones

En estas cláusulas se recogen todos los detalles acerca del plan retributivo, por lo que se refiere, fundamentalmente, a los siguientes aspectos:

- Número de opciones que se entregan a cada uno de los beneficiarios.
- El precio de ejercicio de las opciones.
- Período establecido para llevar a cabo el ejercicio.
- Condiciones de productividad, rendimiento o “*performance*” (cláusulas de rendimiento) [Molina, 2002, p. 25] que los beneficiarios deben cumplir para poder llevar a cabo el ejercicio de las opciones. El objetivo de estas cláusulas sería “*evaluar la creación de valor generada por el beneficiario antes de otorgarle el incentivo*” [Ibáñez, 2000, p. 58], por lo que los beneficiarios se establecerán a posteriori, siendo aquéllos que cumplan con dichos objetivos¹⁷⁹. En otras ocasiones, dichos objetivos no están presentes en el contrato de opción de compra, pero se han tenido en cuenta, previamente, para la designación de los beneficiarios del plan de opciones sobre acciones “*estimando que, al elaborar el plan retributivo en opciones, ya han satisfecho las condiciones que los órganos sociales estiman pertinentes para devengarlas*” [Ibáñez, 2000, p. 58].

¹⁷⁹ El Plan de Opciones sobre Acciones de la empresa BODEGAS Y BEBIDAS, S.A., aprobado el 28 de abril de 2001, recogió lo siguiente: “*Las Opciones estarán sujetas a todas y cada una de las siguientes condiciones suspensivas:*

1. *Permanencia del directivo en cualquiera de las empresas del Grupo como mínimo hasta el 2 de enero de 2004, salvo supuestos de fallecimiento o jubilación en cuyo supuesto tendrá derecho a ejercer por el tiempo trabajado la parte proporcional de las opciones correspondientes.*
2. *Obtención de una media durante los 3 años de duración del Plan de al menos un 75% de la valoración personal del directivo.*
3. *ROE del 15% en las cuentas anuales del ejercicio 2003 aprobadas por la Junta General de Accionistas.*
4. *Crecimiento del resultado ordinario del 10% anual acumulativo al final del periodo.”*

Por su parte, el Plan de Opciones sobre Acciones de la empresa CIE AUTOMOTIVE, S.A., aprobado en julio de 2003, recogió que “*el ejercicio de las opciones por parte de los beneficiarios queda condicionado a que antes de la fecha de ejercicio haya concurrido la circunstancia siguiente: que el RONA (tasa de rentabilidad de los activos netos), según el balance consolidado del grupo, sea igual o superior al diez por ciento*”.

3.2.2.2. Cláusulas que recogen las obligaciones de la empresa concedente.

1. Compromiso de la compañía en la disponibilidad de la cartera de acciones.

La principal obligación de la empresa concedente del plan se basa en la disponibilidad de las acciones necesarias en el momento de ejercicio de las opciones [Ávila y Moralejo, 2000, p. 199], ya sea porque el plan se encuentra perfectamente cubierto mediante un contrato con un intermediario financiero, ya sea porque se tenga previsto cubrirlo mediante acciones propias o bien a través de una ampliación de capital.

Otra de las obligaciones que tienen los concedentes de los planes de opciones, aunque no se recoja explícitamente, es que no podrán realizar ningún tipo de acto que pueda perjudicar al beneficiario [Domínguez-Alcahud y Munguira, 1999, p. 320; Ávila y Moralejo, 2000, p. 199]. De tal forma que si se produjese algún hecho por el que se lesionen los intereses de los beneficiarios, se entenderán de mala fe, en cuyo caso el concedente estará obligado a indemnizar a los beneficiarios por daños y perjuicios [Bañegil, 1998, p. 58].

2. Variaciones de capital.

Existen diferentes situaciones en las que se puede producir una variación del capital social de la empresa, tales como una ampliación de capital, una disminución del capital o un split de acciones. Dichas situaciones alterarán el número de acciones del capital social y, por ende, se verá alterado el plan de opciones para sus beneficiarios. De ahí que es normal que se incluyan, dentro de los contratos, cláusulas que prevean estas situaciones y se establezca en dichos casos un reajuste de las condiciones para evitar el perjuicio para los beneficiarios del plan.

Así lo ha mostrado la práctica y lo ha manifestado Fernández del Pozo [1999, p. 1459] al indicar que para “*solucionar los problemas de ajuste que se plantean cuando la sociedad reestructura el capital en la fase intermedia entre la concesión de la opción y su ejercicio, suelen contener los folletos cláusulas de dilución que buscan el reequilibrio de prestaciones y con soluciones inspiradas en las reglas de las convertibles*”.

Sería conveniente que si se produjese alguna de estas circunstancias, y se procediese al reajuste de las condiciones, esta situación fuese comunicada a los beneficiarios, explicando de forma clara cómo se ha llevado a cabo dicha modificación.

3. Cambio de control.

Hay situaciones en las que se puede producir un cambio importante en el control de la sociedad, como, por ejemplo, consecuencia de una fusión con otra o con otras entidades, una escisión, una Oferta Pública de Adquisición (OPA), etc. Es habitual que se incluyan cláusulas por las que ante estas situaciones de cambio de control, se permita a los beneficiarios el ejercicio anticipado de las opciones, es decir, que se ejerciten las opciones antes de que se produzca de forma efectiva la situación de cambio de control, debiendo especificar para este caso cuál será el precio y el período concreto de ejercicio.

3.2.2.3. Cláusulas de “fidelidad”.

1. Mantenimiento de la cartera de opciones.

El Art. 1.112 del Código Civil establece que “*todos los derechos adquiridos en virtud de una obligación son transmisibles con sujeción a las leyes, si no se hubiese pactado lo contrario*”, por lo que, en principio, no existe ningún impedimento legal por el que se entienda que el derecho de opción de compra no pueda transmitirse a favor de terceros, si no se pacta lo contrario [Domínguez-Alcahud y Munguira, 1999, p. 320]. Más si se tiene en cuenta que tampoco la Ley 55/1999 recoge la obligación de que las opciones deban establecerse con carácter intransmisible [Ávila y Moralejo, 2000, p. 200], tal y como podría pensarse, si se tiene en cuenta el objetivo que se pretende alcanzar con el otorgamiento de dichos sistemas retributivos. Sin embargo, en la práctica, se incluyen en casi todos los planes una cláusula de intransmisibilidad de las opciones [Molina, 2002, p. 24], al ser otorgadas con carácter personal (“*intuitus personae*”). Dicha cláusula está justificada, dado que el plan se otorga para vincular aún más a los beneficiarios con la empresa, de lo contrario, perdería su finalidad incentivadora o fidelizadora [Medina Aína, 2001, p. 160] y estaría promoviendo la especulación [Huerta *et al.*, 2000, p. 1468].

Sin embargo, esta situación plantea una duda, y es si deben entenderse también como intransmisibles las opciones en el caso de muerte del beneficiario. A este respecto el Art. 659 del Código Civil establece que *“la herencia comprende todos los bienes, derechos y obligaciones de una persona, que no se extingan con su muerte”*, por lo que podría entenderse que las opciones sobre acciones de las que sea beneficiario son intransmisibles. Sin embargo, Vázquez Lepinette [2000, p. 13] matiza que dicha intransmisibilidad afecta únicamente *“al incremento de valor posterior al fallecimiento del causante, pero no al anterior, pues si no se dejaría de remunerar una prestación ya efectuada del causante”*. También lo ha entendido así Fernández del Pozo [1999, p. 1451] y Domínguez-Alcahud y Munguira [1999, p. 321] que establecen que la intransmisibilidad es por negocios *“inter vivos”* y no en caso de *“mortis causa”* por lo que sólo podrán ejercitar las opciones los beneficiarios o sus herederos. De ahí, que sea normal la inclusión de la excepción de la intransmisibilidad en el caso de fallecimiento del beneficiario, situación en la que se permite el ejercicio anticipado de las opciones por parte de los herederos. Dicho ejercicio suele fijarse durante un período de 6 a 12 meses [Córdoba, 2001, p. 62].

Así figura en la cláusula recogida por la empresa Grupo Auxiliar Metalúrgico, S.A. (GAMESA) en su comunicación de hecho relevante, efectuada a la CNMV, con fecha 2 de febrero de 2001, estableciendo que *“los derechos del beneficiario de las opciones se otorgan con carácter personal e intransferible y no negociable, salvo en el supuesto de fallecimiento que se transmitirán mortis causa”*.

2. Mantenimiento del empleado en la empresa.

Dentro de los contratos de opción suele incluirse una cláusula por la cual *“los beneficiarios que dejen de estar vinculados¹⁸⁰ a la sociedad con posterioridad al nacimiento de la opción, pero con anterioridad al ejercicio de la misma, pierden el derecho a ejercitar su opción”* [Vázquez Lepinette, 2000, p. 12]. Debe entenderse la lógica

¹⁸⁰ En el ejemplo de contrato de opción de compra recogido por Domínguez Alcahud, J. y Munguina, J. [1999, p. 318] en la cláusula octava se establece que *“extinguida la relación laboral entre la sociedad y el empleado por causas distintas de las prevenidas en la cláusula anterior (incapacidad laboral, jubilación o despido en el contexto de un expediente de regulación de empleo), el empleado sólo tendrá derecho a recibir las cantidades aportadas en la cuenta de ahorro junto con el rendimiento generado”*.

de esta cláusula, puesto que la finalidad del otorgamiento de este sistema retributivo es precisamente atraer y retener dentro de la empresa a los beneficiarios (ya sean altos directivos o simples trabajadores). Sin embargo, esta regla general de exigencia de vinculación laboral del trabajador a la sociedad, tiene una serie de excepciones. En virtud de lo aceptado por la Jurisprudencia, “*cuando la baja del trabajador en la empresa se produce antes de que se pudiera ejercitar la opción y fuese debida a incapacidad, fallecimiento o jubilación, el momento de ejercicio no cambia, pero se permite que bien por interesados, bien por sus herederos, se lleve a cabo en los términos pactados*” [Tapia Hermida y Tapia Frade, 2002, p. 100]. No obstante, es frecuente que la empresa permita el ejercicio anticipado de las opciones, si así lo decide el beneficiario, durante un período normalmente de 30 a 90 días para el caso de finalización del contrato y de 6 a 12 meses en los casos de incapacidad laboral permanente [Córdoba, 2001, p. 62].

Cuestión distinta es, qué ocurre si el trabajador no se encuentra vinculado a la sociedad por causas ajenas a su voluntad, como en el caso de despido improcedente. En este caso, la Jurisprudencia¹⁸¹ ha establecido el mismo tratamiento fijado para las situaciones excepcionales citadas anteriormente, puesto que, igualmente, se trata de un acto que va en contra de la voluntad del trabajador (o del ejercicio de un derecho social, en el caso de la jubilación).

En concreto, se puede especificar que tan sólo se aplica la cláusula de vinculación societaria para ejercitar los derechos en los actos voluntarios del trabajador, como puede ocurrir en caso de abandono del puesto de trabajo y de despido procedente, ya que en estos casos “*se ha dado una causa justa para que el empresario pudiera romper el vínculo jurídico laboral*” [Tapia Hermida y Tapia Frade, 2002, p. 103].

En algunos planes, la exigencia del mantenimiento del empleado en la empresa va más allá del momento en que se ejerciten las opciones. Dicho periodo de fidelización empezaría después del ejercicio de las opciones y finalizaría una vez completado el periodo establecido. Esta exigencia constituye un intento de alargar la fidelización de los beneficiarios evitando que hagan efectivas sus ganancias e, inmediatamente, abandonen la empresa.

¹⁸¹ Emanada de las STSS de 24 y 25 de octubre de 2001 y de 4 de febrero y 10 de abril de 2002.

3. Mantenimiento de la cartera de acciones.

Una vez ejercidas las opciones sobre acciones y adquiridas las correspondientes acciones por parte de los beneficiarios, éstos podrían venderlas en el mercado y obtener sus beneficios. Sin embargo, en algunas ocasiones, se incluyen cláusulas por la que se obliga a mantener las acciones subyacentes obtenidas durante un período de tiempo determinado, impidiendo su venta inmediata total o, en otros casos, estableciendo un calendario de venta de las mismas.

El objetivo de limitar la venta de las acciones es impedir que todos los beneficiarios vendan sus acciones al mismo tiempo, lo que podría provocar una reducción del valor de cotización de las acciones, al interpretar los mercados que “*si aquéllos que mejor conocen la marcha de la empresa (sus administradores), por gozar de un plus de información de la sociedad que administran, aparejada al desempeño de su cargo, venden sus acciones en la sociedad es porque desconfían de las posibilidades de futuro de la compañía, lo que, a su vez, generará, lógicamente, desconfianza en el mercado*” [Huerta *et al.*, 2000, p. 1466].

3.2.2.4. Otras cláusulas.

1. Incidencia en los derechos de carácter laboral.

Se está convirtiendo en una práctica habitual la mención de determinadas cláusulas, donde se establece que los derechos concedidos por el plan no son acumulables ni computables para percepciones salariales fijas o variables percibidas ni tendrán el carácter de derechos consolidables. Asimismo, se especifica que el plan no tendrá la condición de trabajo, y que los derechos y obligaciones no se verán afectados por la participación en éste, así como que los derechos derivados del mismo no serán computables a efectos de futuros incrementos salariales, ni tampoco respecto de las prestaciones derivadas de planes de pensiones ni otros sistemas de previsión social.

Por otra parte, también es frecuente que se contemple que en los supuestos de pérdida o suspensión de los derechos derivados del plan, cualquiera que sea su causa, el beneficiario no tendrá derecho a compensación alguna en concepto de indemnización por daños y perjuicios, ni podrá ser reclamado adicionalmente a título de indemnización en los supuestos de extinción de la relación laboral. En este último caso, cabe destacar que

recientemente se ha suscitado una gran polémica en cuanto a si se debe considerar el importe percibido, como consecuencia del ejercicio de las opciones sobre acciones, parte del salario¹⁸² percibido durante el ejercicio y, por tanto, como base de cálculo de la indemnización cuando se está ante una situación de despido improcedente. Ante esta situación, han surgido diferentes sentencias contradictorias.

2. Gastos e impuestos.

En esta cláusula se recogerán las instrucciones acerca de quiénes son los que deben asumir los gastos e impuestos que se deriven de la puesta en marcha y ejecución del plan de opciones sobre acciones.

La práctica habitual gira en torno a que el beneficiario del plan se haga cargo de los gastos ocasionados por la venta de las acciones y de los gastos de depósito de las mismas. Asimismo, les corresponderá pagar los impuestos derivados de la concesión y ejercicio de las opciones, como, por ejemplo, la cuantía que corresponda en concepto de Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. El resto de gastos e impuestos les corresponderá a la empresa concedente.

3. Cláusulas adicionales.

Normalmente, contendrán a quién corresponde la interpretación y la administración del Plan, recayendo frecuentemente en el Consejo de Administración, quien, a su vez, puede delegar en la Comisión de Nombramientos y Retribuciones o en otros de la organización o bien en una determinada entidad financiera.

Por otra parte, se establecen, con carácter general, los procedimientos que se llevarán a cabo para la realización de cualquier tipo de notificación. En el caso que la notificación deba realizarse por alguno de los beneficiarios, “*será entregada a la compañía*”

¹⁸² Hasta ahora, la legislación laboral no se ha decantado sobre si las stock options deben considerarse como salario o no, estando, por su parte, la doctrina dividida en quienes las consideran como salario [Matorras Díaz-Caneja] y quienes destacan su naturaleza extrasalarial [Pradas Montilla]. Sin embargo, dos sentencias del Tribunal Supremo de 24 de octubre y 25 de octubre de 2001 han venido a apaciguar las aguas, recogiendo ambas el carácter salarial de las stock options al recoger que “*en ninguno de tales conceptos (indemnizaciones, suplidos o Seguridad Social) tiene cabida el devengo que examinamos, pues no se trata por compensaciones por gastos que haya tenido el empleado a causa de la relación de trabajo, ni indemnizaciones, ni mucho menos prestaciones de la Seguridad Social*”.

bien en persona o por correo dirigido al Secretario del Consejo de Administración". Por su parte, cuando la notificación se destine al beneficiario, será *"entregada en su puesto de trabajo o enviada por correo a la dirección que proporcionara a la Compañía a tal efecto o, en ausencia de tal dirección, a su último domicilio conocido"*.

4. Ley Aplicable y Jurisdicción.

Es conveniente recoger en el propio plan la normativa aplicable, ya que viene siendo habitual que, en caso de conflicto, se recurra a la legislación arbitral, que hasta hace poco era la Ley 36/1998, de 5 de diciembre, de Arbitraje, la cual fue derogada por la actual Ley 60/2003, de 23 de diciembre¹⁸³.

5. Modificaciones del Plan.

La empresa concedente siempre se guarda el derecho a modificar los términos del Plan, como consecuencia del cambio de alguna de las circunstancias que lo motivaron o porque se produzca alguna alteración en la normativa aplicable. En cualquier caso, las modificaciones que se introduzcan sólo podrán realizarse cuando se produzca un beneficio para ambas partes y nunca en perjuicio de alguna de ellas. Si se llegase a producir algún cambio sobre los términos fijados del Plan, es normal que se produzca una notificación a cada uno de los beneficiarios en el plazo estipulado sobre las condiciones del cambio, así como los efectos que dichas modificaciones tendrán sobre el Plan.

3.2.3. Contrato de compraventa de acciones.

Durante el período de ejercicio, el beneficiario tiene el derecho, que no la obligación, a ejercer sus opciones, puesto que, en caso contrario, se producirá la extinción del mismo. Otros motivos de extinción del derecho serán por *"su cumplimiento, por resolución en caso de incumplimiento y por las causas generales de extinción de las obligaciones"* [Gil y Moreu, 1994, p. 501].

¹⁸³ BOE núm. 309, del 26-12-2003, pp. 46097-446109.

Sería admisible la renuncia por parte del optante, siempre y cuando, según establece el Art. 6.2 del Código Civil, “*no contraríe el interés o el orden público ni perjudique a terceros*”, dentro del período de ejercicio, ya que si ha finalizado el mismo, no habría nada que renunciar [Torres Lana, 1982, p. 236].

Si finalmente se produce el ejercicio de las opciones y la liquidación consiste en la entrega de acciones, se establecerá entre ambas partes un contrato de compraventa de acciones, donde el comprador es el beneficiario de las opciones y el vendedor es la empresa concedente.

El beneficiario tendrá la obligación a pagar el precio fijado en el plan para adquirir las acciones. En este sentido, cabría plantearse si en lugar del pago en dinero, podría ser admisible la compensación de un crédito que ostentara el beneficiario frente a la sociedad. En principio, esta posibilidad, a pesar de que no estamos ante una verdadera compensación¹⁸⁴, no presenta inconveniente alguno, salvo que no sea admitido por la sociedad, al no estar previsto en el establecimiento de este sistema de retribución [Ávila y Moralejo, 2000, p. 201].

En cuanto a la forma de pago, se debe atender a lo establecido en el plan de opciones, si bien lo frecuente es que el pago sea en metálico. Cuestión distinta es si el pago debe hacerse al contado o a plazo, siendo muy frecuente, en los últimos tiempos, encontrarnos con planes que presentan métodos de financiación para que los beneficiarios puedan hacer frente al pago de las acciones, ya sea mediante la retención de parte del sueldo previamente al período de ejercicio o a posteriori, una vez ejercido los derechos de opción o ya sea a través de una entidad financiera.

Por su parte, el concedente del plan de opciones (empresa) tendrá la obligación, durante el período de ejercicio, de disponer del número de acciones correspondientes a las opciones que puedan ser ejercidas, ya sea mediante la posesión de dichas acciones en

¹⁸⁴ Para que proceda la compensación, según el artículo 1.196 del CC es preciso que se cumplan las siguientes características:

1. Que cada uno de los obligados lo esté principalmente, y sea a la vez acreedor principal del otro.
2. Que ambas deudas consistan en una cantidad de dinero, o, siendo fungibles las cosas debidas, sean de la misma especie y también de la misma calidad, si ésta se hubiese designado.
3. Que las dos deudas estén vencidas.
4. Que sean líquidas y exigibles.
5. Que sobre ninguna de ellas haya retención o contienda promovida por terceras personas y notificada oportunamente al deudor.

autocartera, ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente y reserva de suscripción a los beneficiarios del plan o ya sea mediante algún contrato suscrito con un intermediario financiero [Fernández del Pozo, 1999, p. 1457].

Una vez ejercitado el derecho de opción, por parte del beneficiario, éste se convierte en accionista, con lo que pasará a tener los derechos y obligaciones de acuerdo con lo establecido en los estatutos sociales, para cada tipo de acciones emitidas, soliéndose encontrar los derechos a percibir dividendos, a recibir los derechos preferentes de suscripción, a participar de la cuota de liquidación, a asistir con voz y voto a las juntas, a recibir información, a la impugnación de acuerdos sociales, a la convocatoria de la junta, etc.¹⁸⁵.

Si los beneficiarios del plan de opciones son administradores de la sociedad sus intereses quedan alineados con los de los accionistas, pudiéndose producir situaciones de conflicto entre sus tareas de administración y su condición de accionista, que podría derivarse de sus actuaciones guiadas por sus intereses, como, por ejemplo, seguir una determinada política de dividendos, incrementar el valor de las acciones o hacer efectiva la plusvalía obtenida como consecuencia del ejercicio de las opciones, al comprar las acciones a un precio inferior al de mercado [Ávila y Moralejo, 2000, p. 202].

En este último caso, si todos los beneficiarios del plan de opciones deciden vender, en un mismo momento, sus acciones, puede darse *“una reacción en cadena de pérdida de confianza en la sociedad y brusca caída de la cotización bursátil de esas mismas acciones. En este caso, es fácil que el mercado interprete que si aquellos que mejor conocen la marcha de la empresa (los administradores), por gozar de un plus de información de la sociedad que administran, aparejada al desempeño de su cargo, venden sus acciones en la sociedad es porque desconfían de las posibilidades de futuro de la compañía, lo que, a su vez, generará, lógicamente, desconfianza en el mercado”* [Huerta et al., 2000, p. 1466]. Este es el motivo por el que es frecuente introducir cláusulas restrictivas de libre transmisibilidad de las acciones, durante un determinado período de tiempo, evitando así, por un lado, la caída del precio de cotización y, por otro, el abandono de la pertenencia y

¹⁸⁵ Para más información sobre todos los derechos asociados a las acciones de una determinada empresa, puede verse Mascareñas Pérez-Iñigo, J. y Cachón Blanco, J. E. (1998): *“Activos y mercados financieros. Las acciones”*. Ediciones Pirámide, Madrid, pp. 104-108.

fidelidad de los beneficiarios a la empresa. También es frecuente que se permita la venta de las acciones, por partes, en diferentes fechas recogidas en el plan de opciones.

3.3. OPERACIONES SOCIETARIAS QUE PUEDEN AFECTAR A LOS PLANES DE STOCK OPTIONS

Puesto que los planes de opciones sobre acciones se extienden durante un largo período de tiempo, no es extraño que se incluyan cláusulas tales como “*en el caso de fusión o toma de control (...), el beneficiario podrá ejercitar sus opciones anticipadamente*” [Comunicación de Hecho Relevante del Grupo Auxiliar Metalúrgico, S.A. (GAMESA) con fecha 2 de febrero de 2001] o “*el precio de adquisición será de (...). Dicho precio se modificará en la cantidad correspondiente en el caso de que se produzca una dilución*” [Comunicación de Hecho Relevante de Actividades de Construcción y Servicios, S.A. (ACS) con fecha 17 de diciembre de 1999].

Este tipo de cláusulas tienen por objeto la protección del valor para los beneficiarios, incluidos en los planes de retribución, producidos por aumentos o disminuciones de capital y por operaciones societarias tales como fusiones, escisiones, etc. En el supuesto de que no se recojan dichas cláusulas y se produzcan variaciones deben negociarse por ambas partes, ya que en caso de modificación unilateral, los beneficiarios tendrán derecho a percibir las correspondientes indemnizaciones [Vázquez Lepinette, 2000, p. 11].

3.3.1. Salidas a bolsa de empresas en las que previamente se había establecido un plan de stock options

Entre las finalidades que las sociedades anónimas¹⁸⁶ buscan con su salida a bolsa se encuentran fundamentalmente dos: a) la de mejorar la financiación de la sociedad; y, b) la de ahorrar recursos considerables en publicidad, ya que el mero hecho de cotizar en bolsa lleva consigo una gran publicidad de la imagen y de la marca de la empresa, que pasará a ser conocida por el público en general. A los mencionados motivos sobre la salida a Bolsa de las sociedades, podríamos añadir otros, tales como el de obtener una valoración objetiva de la empresa, el tener acceso a la totalidad de los inversores y obtener una base de accionistas más amplia y estable¹⁸⁷, etc.

Para que se produzca la efectiva emisión, deben cumplirse una serie de requisitos antes, en el momento de la salida a bolsa¹⁸⁸ y durante el período de tiempo que la empresa permanezca en el mercado. El cumplimiento de estos requisitos, sobre todo los que se refieren al suministro de información¹⁸⁹, requieren un gran esfuerzo y coste para las

¹⁸⁶ Es norma habitual que las sociedades cotizadas sean sociedades anónimas tal y como recoge Cachón [2002, p. 2629] al establecer que “*la sociedad cuyas acciones cotizan en Bolsa es una sociedad anónima, pues (con la única excepción, prácticamente inexistente, de las sociedades comanditarias por acciones) es la única que puede emitir acciones, las cuales constituyen el valor negociable básico de una Bolsa de Valores, pues representan partes del capital social de la sociedad, cuya rentabilidad depende, directa o indirectamente, del resultado económico que dicha sociedad obtenga*”. También lo recoge Sánchez Calero [1994b, p. 2361] al establecer que “*cabe la posibilidad de que la sociedad cotizada en Bolsa no asuma la forma de sociedad anónima, sino que sea una sociedad en comandita por acciones, pero se trata de un supuesto excepcional (...)*”.

¹⁸⁷ González Nieto, J.: “*Tema IV. Introducción a la Bolsa (IV): las salidas a bolsa de empresas*” [En línea] <http://www.fut.es/florems/tema4.htm> [Fecha de consulta: 15/7/2005].

¹⁸⁸ Para que una determinada sociedad anónima pueda ser admitida a negociación oficial debe cumplir una serie de requisitos establecidos en el Reglamento General de Bolsas de 1967:

- Acuerdo previo de la Junta General de Accionistas.
- Inexistencia de restricciones estatutarias a la libre transmisión de las acciones.
- Capital mínimo de 200 millones de pesetas sin tener en cuenta la participación de capital que tienen accionistas con participaciones del 25% o superiores.
- Como mínimo 100 accionistas, sin contar los que tengan participaciones del 25% o superiores.
- Beneficios de los dos últimos ejercicios consecutivos suficientes para repartir un dividendo del 6% del capital desembolsado, una vez hechas la previsión para impuestos, las reservas legales y las estatutarias.
- Que la sociedad tenga, al menos, dos años de funcionamiento previo.

¹⁸⁹ Entre los que destacan la obligación de comunicar determinadas adquisiciones de acciones propias, las participaciones significativas, información puntual, información periódica (trimestral, semestral y anual), etc. Para más información sobre las obligaciones de las sociedades cotizadas, puede verse Cachón [2002, p. 2646 y ss.].

empresas, siendo habitualmente el mayor inconveniente para determinadas empresas a la hora de su salida a bolsa.

Por otra parte, hay que tener en cuenta que la salida a bolsa es un procedimiento complejo que suele ser llevado a cabo por expertos tales como sociedades de valores, asesores externos, etc. Dichos intermediarios, a menudo, aseguran la colocación de los títulos a cambio de que la empresa les satisfaga una comisión, que oscila entre el 3 y 7 % del precio de las acciones [Córdoba, 2001, p. 79].

A estos gastos hay que sumarle los gastos de publicidad que, por término medio, pueden suponer una medida del 10 o 15% de total de los gastos¹⁹⁰, así como el pago de las tasas a la Sociedad Rectora de Bolsas, a la CNMV, etc. Sobre el conjunto total de gastos que implica la salida a bolsa de una empresa, son los primeros, los de la comisión de colocación, unida a la comisión de dirección y comisión de aseguramiento, los que suponen el mayor importe.

Además de los gastos que supone, para una empresa, su salida a bolsa, hay que tener en cuenta también que se producirán cambios importantes en su seno, como los referentes a la creación de nuevos departamentos: un departamento de accionistas o un departamento de relaciones con los inversores.

Respecto a los efectos, si la empresa que sale a bolsa tiene vigente un programa de stock options, sobre todo si los beneficiarios son directivos y ejecutivos, debe analizarse el mismo teniendo en cuenta los siguientes aspectos [Córdoba, 2001, p. 79]:

- Deben examinarse los términos del plan: el volumen de opciones otorgado, el porcentaje de capital que suponen y las condiciones de ejercicio. El establecimiento de unas condiciones u otras pueden provocar diferentes consecuencias, como limitar los beneficios en el futuro u otorgar un porcentaje de control excesivo y no deseado a los directivos, que les permita controlar las decisiones de la empresa. Especial atención merece si, en el momento de la salida a bolsa, existen planes establecidos previamente, susceptibles de ser ejercitados, es decir, opciones cuyo precio de ejercicio es inferior al valor de cotización, para el cálculo del precio de salida de las acciones. Así lo expresa Córdoba [2001, p. 80] al establecer que debe considerarse como “capital teórico máximo

¹⁹⁰ González Nieto, J.: “*Tema IV. Introducción a la Bolsa (IV): las salidas a bolsa de empresas*” [En línea] <http://www.fut.es/fllorens/tema4.htm> [Fecha de consulta: 15/7/2005].

futuro” a la suma de “*las acciones ordinarias en circulación, los bonos convertibles con opciones dentro de dinero, los derechos de suscripción que tengan un valor significativo en bolsa, los warrants dentro de dinero y, obviamente, los planes de stock options de los empleados por las acciones que se puedan ejercitar con beneficio*”.

- Debe analizarse el impacto: es frecuente que la salida a bolsa provoque un incremento del valor de las acciones¹⁹¹, lo que aumenta su liquidez. Esta situación puede ser aprovechada por la empresa para establecer un plan justo antes de la salida, situación que será especialmente vigilada por la CNMV, ya que puede suponer el uso de información privilegiada por parte de los directivos. En efecto, si al someter a aprobación el plan por parte de los accionistas, éstos desconocían el hecho de la salida a bolsa pero los directivos sí lo conocían, pueden usar la información privilegiada en interés propio.

- Otro aspecto que debe ser especialmente vigilado es si los planes están adecuadamente cubiertos, ya sea con acciones propias de la empresa, a través de una ampliación de capital o mediante cualquier contrato con una entidad financiera.

Por otra parte, si el plan de opciones entrase en su fase de ejercicio nada más producirse su salida a bolsa, podría producirse una situación delicada si todos los beneficiarios ejercen sus opciones e inmediatamente venden las acciones. Si el volumen de acciones es importante se saturaría el mercado, situación que podría hundir la cotización de las acciones y acabar con las expectativas de la empresa con la salida a bolsa. De ahí que, antes de la salida a bolsa, sería conveniente pactar con los beneficiarios del plan, para que se abstengan de ejercitar sus opciones, durante al menos un período de tres meses desde la salida de la empresa a Bolsa.

Teniendo en cuenta todo lo anteriormente referido, podemos concluir que sería muy interesante la inclusión, por parte de las empresas, de un plan de stock options antes de la salida a bolsa, siempre y cuando los accionistas estén al corriente de tal circunstancia, ya que será positivo tanto para los beneficiarios como para la empresa. Para los beneficiarios

¹⁹¹ “La continua valoración de las expectativas explica la rápida y positiva evolución del precio de las acciones de algunas empresas. En compañías de gran capacidad de generación de negocio es frecuente que el precio de salida a bolsa sea muy superior al valor en libros”. González Nieto, J.: “Tema IV. Introducción a la Bolsa (IV): las salidas a bolsa de empresas” [En línea] <http://www.fut.es/florems/tema4.htm> [Fecha de consulta: 15/7/2005]. Además, un estudio realizado por Freixas y Inurrieta [1993, pp. 97-103] con 58 empresas españolas que cotizaron en la Bolsa de Madrid entre los años 1986 y 1990, concluye que “*existe una plusvalía inicial en las empresas que salen por primera vez a Bolsa (...). Por otra parte, el rendimiento neto acumulado al cabo de un año de cotización es positivo, y significativamente distinto de cero*”.

la salida a bolsa supondrá una garantía del incremento del valor de cotización, máxime si el precio de ejercicio fijado fue el valor contable antes de la salida a bolsa. Por su parte, para la empresa, el establecimiento de estos sistemas retributivos no le costará mucho dinero puesto que el propio mercado lo financiará. Sin embargo, también podría suceder que no fuese positivo el establecimiento de un plan, nada más salir a bolsa, porque en ese momento el precio de las acciones puede estar sobrevalorado, pudiendo provocar que, en el momento del ejercicio, la cotización se haya estabilizado y las opciones no tengan valor alguno.

3.3.2. Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones.

Una Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA) normalmente se ejerce sobre empresas cotizadas en bolsa y consiste en una oferta realizada por una persona física o jurídica, para adquirir las acciones (u otros valores convertibles en acciones) a sus actuales accionistas, habitualmente a un precio por encima de la cotización bursátil, con el propósito de obtener una participación significativa en el capital de esa sociedad.

Esta figura está regulada por la Ley 6/2007¹⁹², de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores y por el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores¹⁹³. Ambas normas entraron en vigor el 13 de agosto de 2007.

¹⁹² La Ley 6/2007 tiene como objetivo modificar la Ley del Mercado de Valores para incorporar parcialmente dos directivas comunitarias:

- Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición.
- Directiva 2004/108/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/32/CE.

Ambas directivas forman parte del Plan de Acción de los Servicios Financieros aprobado por la Comisión Europea en 1999, con la finalidad de impulsar la construcción de un mercado único financiero para la Unión Europea. La transposición de ambas directivas se completa con la aprobación del RD 1066/2007.

¹⁹³ Para más información sobre la nueva regulación sobre OPAS puede verse el artículo: Kolb, A. y Serrano, A. (2007): *La nueva regulación de régimen de OPAS*. Partida Doble, nº 190, julio-agosto, pp. 70-83.

Existen muchas clasificaciones de OPA en función del criterio que se utilice. Así, queremos destacar por su importancia la clasificación hecha según las posiciones de los participantes, distinguiendo entre OPA amistosa y OPA hostil y la clasificación según la voluntariedad de la oferta, distinguiendo entre OPA voluntaria y OPA obligatoria según ley (Ver Cuadro 3.1).

En cualquier caso, para llevar a cabo la oferta hay que completar una serie de fases y pasos, entre los que destacamos, para el tema que nos ocupa, la fase de soporte legal en la que se debe llevar a cabo el diseño del folleto informativo (Ver Cuadro 3.2). Dentro de éste¹⁹⁴, en el capítulo II, deben recogerse los valores a los que se extiende la oferta: acciones ordinarias, acciones sin voto, bonos u obligaciones convertibles, warrants, derechos de suscripción, etc. De esta forma, si en el momento del lanzamiento de una OPA, se encuentra vigente algún plan de stock options, no tiene porqué afectar, ya que teniendo en cuenta que las opciones son asimilables a los warrants, la legislación establece que la OPA “podrá o no dirigirse a los titulares de “warrants” o de otros valores o instrumentos que den opción a la adquisición o suscripción de acciones”¹⁹⁵. Eso sí, si se decide extender la oferta a un determinado tipo de valor, la oferta debe extenderse a todos ellos.

CUADRO 3.1
TIPOS DE OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN

CRITERIO	TIPO DE OPA	CONCEPTO
Según posiciones de los partícipes	OPA amistosa	Cuando la entidad oferente y la entidad afectada se ponen de acuerdo en el precio y en la forma
	OPA hostil	Cuando la entidad oferente no se pone de acuerdo con la afectada e intenta conseguir el control político comprando los derechos de voto a los accionistas
Según la voluntariedad de la oferta	OPA voluntaria	La oferente lanza la OPA por su propia voluntad
	OPA obligatoria según ley	La oferente se ve obligada por imperativo legal a lanzar una oferta sobre determinados valores

Fuente: Elaboración propia.

¹⁹⁴ El contenido del Folleto explicativo de la Oferta Pública de Adquisición viene recogido en el Anexo del RD 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

¹⁹⁵ Artículo 3.2 del RD. 1066/2007, de 27 de julio, sobre régimen de Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

Que la legislación no obligue a extender la oferta a los propietarios de opciones sobre acciones, no quiere decir que si la empresa oferente lo decide, no pueda extender su oferta de adquisición a los mismos. En cualquier caso, la decisión estará condicionada: a) a si se quiere mantener a los directivos actuales o no; y, b) a si el valor de cotización de las acciones que subyacen en el plan están por encima o por debajo del precio de ejercicio fijado.

Si la empresa oferente quiere mantener al equipo directivo actual y el valor de cotización de las acciones es superior al precio de ejercicio, no sería conveniente la extensión de la oferta a los directivos, ya que se les estaría ofreciendo la posibilidad de obtener grandes beneficios y que se marchen a otra empresa. Por el contrario, si el valor de cotización es inferior al precio de ejercicio, podría extenderse la oferta, aunque, en este caso, la empresa tendría que afrontar el hecho de que se estaría pagando un precio por las opciones muy superior al que tienen en ese momento, que sería nulo, con lo que quizá sería más conveniente proponer al equipo directivo su inclusión en un futuro plan de opciones una vez concluida la toma de control, si lo que se quiere es mantener a dichos trabajadores en la empresa.

CUADRO 3.2
CONTENIDO DEL FOLLETO EXPLICATIVO DE LA OPA

CAPÍTULO	CONTENIDO
CAPÍTULO I	Personas responsables del folleto. Acuerdos, ámbito y legislación aplicable. Información sobre la sociedad afectada. Acuerdos sobre el oferente y su grupo. Acuerdos sobre la oferta y la sociedad afectada. Valores de la sociedad afectada pertenecientes al oferente. Operaciones con valores de la sociedad afectada. Actividad y situación económico-financiera del oferente.
CAPÍTULO II	Valores a los que se dirige la oferta. Contraprestación ofrecida. Condiciones a las que está sujeta la oferta. Garantías y financiación de la oferta.
CAPÍTULO III	Procedimientos de aceptación y liquidación
CAPÍTULO IV	Finalidad de la operación
CAPÍTULO V	Autorizaciones y otras informaciones o documentos

Fuente: Elaboración propia.

Por otra parte, si no existe especial interés en conservar al equipo directivo lo mejor sería no extender la oferta de adquisición, esperando a ver cómo reaccionan, ya sea manteniendo la posesión de dichas opciones o sucumbiendo a ofertas de la competencia [Córdoba, 2001, p. 83].

Cuestión distinta es si el lanzamiento de la OPA se produce una vez ejercidas las opciones de compra de acciones, y se encuentran sometidas a alguna cláusula que prohíba su venta hasta que transcurra un determinado período. En estos casos, sólo se podrán transmitir las acciones si las partes así lo acuerdan, ya sea por la inclusión de una cláusula específica en el plan o ya sea porque se obtenga la autorización del órgano encargado de gestionar el plan de opciones.

Es frecuente que los diferentes planes de stock options incluyan cláusulas referentes al cambio de control como consecuencia de una OPA, en cuyo caso, se permite el ejercicio anticipado de las opciones¹⁹⁶, tomando como referencia para el precio de ejercicio, el valor que tengan las acciones en el momento en que se produzca la operación de oferta de adquisición de las acciones.

En cualquier caso, si finalmente se produce la OPA, y el plan de opciones sobre acciones no se ha cancelado, los nuevos propietarios tendrán que asumir los compromisos que la empresa tuviese con anterioridad a su toma de control, por lo que deberán respetar las condiciones establecidas previamente en los planes de opciones¹⁹⁷. No obstante, esta situación no impide que, una vez terminada la OPA, pueden darse situaciones de renegociación de las condiciones establecidas en los planes e incluso podría darse la novación de las condiciones, siendo necesario para ello que ambas partes estén de acuerdo.

¹⁹⁶ Podemos mencionar el caso de RECOLETOS, S.A. que ante la OPA lanzada por Retos Cartera, S.A., el 14 de diciembre de 2004, aprobó el establecimiento de una fecha extraordinaria de ejercicio para la totalidad de las opciones del plan, aprobado el 7 de septiembre de 2000, y que estuviesen vigentes en esa fecha [RECOLETOS, 2004, p. 1].

¹⁹⁷ Este fue el caso de ALLIED DOMEQ ESPAÑA, S.A. en la OPA sobre BODEGAS Y BEBIDAS, S.A., el 8 de noviembre de 2001, recogiendo en el folleto de la OPA que se respetaría el programa de opciones sobre acciones para los directivos en base a las condiciones establecidas por Bodegas y Bebidas, S.A. [BODEGAS Y BEBIDAS, 2001, p. 8].

3.3.3. Ampliaciones de capital.

Son operaciones de financiación por las que se aumentan los fondos propios, excepto en el caso de las ampliaciones de capital liberadas. Las ampliaciones de capital han de acordarse siempre por la Junta General de Accionistas, aunque ésta puede delegar en el Consejo de Administración la facultad de señalar la fecha en que se llevará a cabo el acuerdo y fijar las condiciones del mismo en todo lo no previsto en la Junta, dentro de un determinado plazo¹⁹⁸.

La ampliación se puede realizar incrementando el valor nominal de las acciones ya existentes o emitiendo nuevas acciones. El contravalor de la ampliación puede consistir en: nuevas aportaciones dinerarias o no dinerarias, compensación de créditos, reservas, beneficios, etc.

El precio de las acciones dependerá de si emiten a la par, con prima de emisión o con cargo a reservas.

En el caso de ampliaciones parcial o totalmente liberadas, se utilizan en parte o totalmente las reservas disponibles, las primas de emisión y la reserva legal (en la parte que exceda del 10% del capital ya aumentado) como contravalor de las nuevas acciones emitidas. En el caso de las ampliaciones totalmente liberadas, *“el patrimonio neto permanece constante, únicamente se ha producido un cambio en la denominación del neto”* [Gallego *et al.*, 2000, p. 200]. Aunque se habla de ampliaciones gratis en estos casos, no lo son porque los recursos proceden de las reservas que, en definitiva, son beneficios no distribuidos.

Ante cualquier ampliación de capital (salvo en el caso de incremento del valor nominal), los accionistas antiguos y los titulares de obligaciones convertibles tienen derecho de suscripción preferente frente a los terceros no accionistas. Esto supone que pueden suscribir acciones nuevas en una proporción que les permite mantener su porcentaje de participación, evitando así el efecto dilución de las reservas. Este privilegio puede desaparecer si la Junta General acuerda la exclusión del derecho de suscripción preferente ante una ampliación de capital o por la emisión de obligaciones convertibles en acciones ordinarias (Art. 159 TRLSA).

¹⁹⁸ Para un mayor detalle de las disposiciones legales recogidas en nuestra normativa, véase el epígrafe 3.4.2.2. *Disposiciones legales*, donde se hace un comentario sobre los requisitos que han de cumplirse para llevar a cabo una ampliación de capital.

Este tipo de operaciones afecta a los beneficiarios de un plan de opciones sobre acciones que todavía no han ejercitado su opción, ya que, a pesar de mantener el mismo número de acciones a las que tenían acceso, éste supone un menor porcentaje de participación al incrementarse el número de acciones en circulación. Este efecto, llamado dilución, será mayor cuanto mayor sea la distancia entre el precio de las acciones antiguas y el valor de emisión de las nuevas. A pesar de este efecto, los beneficiarios del plan de opciones, pasarán a tener acciones de una empresa más valiosa, al haberse incrementado el patrimonio con las nuevas aportaciones de los socios, tanto antiguos como nuevos.

Es frecuente, para solventar estos efectos negativos, la inclusión en los planes de opciones de una cláusula¹⁹⁹ que especifique que, en caso de ampliación de capital, se revisarán las condiciones establecidas. Sería conveniente, en cualquier caso, revisar el precio de ejercicio²⁰⁰ y nunca “*el número de acciones a las que dan derecho las opciones ya que estamos ante una expectativa de conversión y no de una tenencia de acciones*” [Córdoba, 2001, p. 85].

¹⁹⁹ En los mercados organizados de opciones se han establecido mecanismos de corrección que evitan la dilución de los titulares, medida que podrían recoger las empresas para las opciones entregadas a sus empleados. Tales mecanismos consisten en que “*para ajustar los contratos de opción, el número de acciones representativas de un contrato se multiplica por el cociente (Acciones después/Acciones antes) y el precio de ejercicio se multiplica por el anterior cociente, pero inverso, es decir (Acciones antes/Acciones después)*” [Córdoba, 2001, p. 85]. Estas fórmulas fueron utilizadas por la empresa Tavex Algodonera, S.A. para ajustar el número de acciones y el precio de ejercicio de su Plan de Opciones aprobado el 4 de febrero de 2000 tras realizar dos ampliaciones de capital realizadas en la proporción de una acción nueva por cada diez antiguas en ambos casos. Dicho Plan otorgaba en principio 1.008.000 acciones a un precio de 2,37 € cada una. Aplicando las fórmulas utilizadas en los mercados de opciones expuestas anteriormente, dichos importes quedaron como sigue:

$$\begin{aligned} 1.008.000 \times 11/10 \times 11/10 &= 1.219.680 \text{ acciones} \\ 2,37 \times 10/11 \times 10/11 &= 1,958 \text{ €} \end{aligned}$$

²⁰⁰ La empresa CAMPOFRÍO en la comunicación de Hecho Relevante a la CNMV con fecha 6 de junio de 2002 recoge que “*de conformidad con lo establecido en el Artículo 10 del Reglamento del citado Plan, ha acordado proceder a un ajuste del denominado P.E. o Precio de Ejercicio (que se encontraba fijado en 11,8283 €) utilizado en la fórmula de cálculo de las acciones a percibir según las condiciones del Plan. El referido ajuste ha tenido como finalidad neutralizar el efecto de la ampliación de capital de Campofrío Alimentación, S.A. que por un importe nominal de 13.160.931 € ha quedado ejecutada recientemente. Ante ello, el nuevo P.E. o Precio de Ejercicio aplicable será, durante la vigencia del Plan (salvo que correspondan nuevos ajustes de acuerdo con su Reglamento) de 10,7688 €*”.

3.3.4. Reducción de capital.

Este tipo de operaciones provoca una minoración de los recursos propios y, normalmente, suelen llevarse a cabo con las siguientes finalidades²⁰¹ (Art. 163 del TRLSA):

1) Porque el capital social existente exceda las necesidades de la empresa, en cuyo caso se producirá una devolución de aportaciones o la constitución o incremento de la reserva legal o reserva estatutaria;

2) Para el restablecimiento del equilibrio entre capital y patrimonio de la empresa disminuido por pérdidas.

Con independencia de la finalidad de la reducción de capital, los procedimientos que pueden llevarse a cabo para la reducción pueden ser mediante la disminución del valor nominal de las acciones o la disminución del número de acciones.

Las reducciones de capital no afectan de la misma forma a los planes de opciones que estuviesen vigentes en ese momento, ya que dependerá de si la reducción se lleva a cabo mediante una disminución del valor nominal o si lo que se reduce es el número de acciones:

a) Si la disminución del capital social se realiza mediante la disminución del número de acciones, los beneficiarios pasarán a tener un mayor porcentaje de participación²⁰² sobre el capital de la sociedad cuando ejerciten sus opciones.

b) Sin embargo, si la reducción del capital se lleva a cabo mediante la reducción del valor nominal, en este caso, lo que se produce es que el porcentaje de participación se mantiene constante pero el valor de las acciones es inferior²⁰³.

²⁰¹ Existe otra operación destinada a sanear económicamente a una sociedad, la llamada “operación acordeón”, que consiste en realizar simultáneamente una reducción y una ampliación de capital, sin que exista la obligación de alcanzar el volumen previo a la reducción, aunque requieren el saneamiento de las pérdidas antes de la ampliación de capital [CNMV, 2002b, p. 18].

²⁰² Supongamos un plan por el que cada beneficiario recibe 1.000 opciones que le dan derecho a adquirir 1.000 acciones y el capital social de la empresa está constituido por 100.000 acciones de 10 € de valor nominal cada una. Si se produce una disminución del número de acciones a 80.000 y los beneficiarios ejercen sus opciones, cada uno pasará a tener un 1,25% en lugar del 1% que hubiesen tenido si la reducción de capital no se hubiese producido.

²⁰³ Siguiendo el ejemplo anterior pero suponiendo una reducción del valor nominal de 1 € cada acción, es decir, que el valor nominal pasa a ser de 9 €, si los beneficiarios finalmente llegan a ejercitar las opciones

En cualquier caso, es frecuente que en el contrato de opción de compra de acciones se incluya una cláusula por la que, si se produce una reducción de capital, se procederá a realizar un ajuste para proteger los intereses de los beneficiarios del plan de opciones sobre acciones.

3.3.5. Splits de acciones.

El “split” consiste en el desdoblamiento del valor nominal de las acciones de una sociedad en una proporción determinada, de forma que el número de acciones se multiplica y el precio de mercado de las mismas se divide en la misma proporción. Los desdoblamientos ordinarios (“*ordinary splits*”) suelen ser de (2-1), (3-1), (3-2)²⁰⁴, aunque también pueden establecerse otro tipo de proporciones a elección de la empresa²⁰⁵.

Estas operaciones únicamente alteran el número de acciones en circulación pero, en ningún caso, modifican el patrimonio ni el capital de la empresa²⁰⁶. En estos casos, los accionistas “*reciben más papel, disponen de más títulos, pero no se modifica su participación en el capital y tampoco se ven afectados los flujos de caja ni la estructura financiera de la compañía*” [Yagüe y Gómez, 2002, p. 12]. Sin embargo, alguna consecuencia deben provocar estas operaciones para que las empresas estén dispuestas a llevarlas a cabo, asumiendo el coste que conllevan. Así, en ocasiones se ha comprobado que la realización de split incrementan el precio de las acciones [McNichols y Dravid, 1990], la volatilidad de las rentabilidades [Koski, 1998] o el número de órdenes de compra de pequeño tamaño [Schultz, 2000]. A pesar de estos trabajos, no existe consenso en

tendrán el mismo porcentaje de participación del 1% tanto si se produce la reducción de capital como si no, pero en este caso, los beneficiarios en el segundo supuesto, tendrá acciones con un valor nominal inferior.

²⁰⁴ En el mercado español en el período 1990-2000, de los 89 desdoblamientos de acciones acaecidas, el 33,7% de los casos se realizó en la proporción de (3-1); seguido por el 27% de la proporción (2-1) [Yagüe y Gómez, 2002, p. 18].

²⁰⁵ “*Curso práctico sobre finanzas*” [En línea] <http://www.invertironline.com/Aprender/Nivel3/N3split.asp> [Fecha de consulta: 26/4/2005].

²⁰⁶ Por ejemplo, si una determina empresa tiene 10.000 acciones con un valor de 10 € y se produce un split de (2-1), pasará a tener 20.000 acciones con un valor de 5 € cada una.

cuanto a los efectos que provoca este tipo de operaciones, existiendo muchos otros trabajos²⁰⁷ que presentan resultados contrarios a los anteriores.

A pesar de los trabajos empíricos, son varias las hipótesis surgidas que intentan explicar el objetivo perseguido con la realización de este tipo de operaciones. Por un lado, destaca la hipótesis de las señales informativas, bajo la cual se establece que “*las empresas que realizan splits disponen de expectativas positivas aún no reconocidas por los accionistas, que pretenden transmitir con la operación, al atraer el interés sobre la empresa de analistas e inversores*” [Gómez y Menéndez, 1998, p. 36].

Por otro, la hipótesis del precio óptimo o del rango de negociación se basa en que es frecuente que esta operación se realice por parte de las empresas con el objetivo de obtener mayor liquidez para las acciones²⁰⁸, cuando aquéllas consideran que el valor de las acciones han subido tanto que se hace muy complicada su venta, al ejercer un efecto disuasorio sobre los inversores que creen que las acciones no van a subir más su precio. De ahí, que este tipo de operaciones tiene una gran influencia de tipo psicológico con respecto al precio de las acciones. Al disminuir el precio de las acciones, los inversores, sobre todo los pequeños ahorradores o individuales, se lanzarán a comprar las acciones en el momento en que su precio esté bajo, al considerar que a partir de ahí se producirá la subida de las mismas.

En el caso que se produzca un split de acciones, es habitual que existan cláusulas de ajuste en los planes de stock options²⁰⁹, de tal forma que si se hace un split de 3-1, por

²⁰⁷ Pueden verse, entre otros, los trabajos de: Copeland [1979], Murray [1985], Lamoureux y Poon [1987], Lakonishok y Lev [1987], etc.

²⁰⁸ Según una encuesta realizada por Yagüe y Gómez [2002] a directivos de empresas cotizadas españolas en el año 2001, aquéllos señalaron como objetivo principal de los splits el de mejorar la liquidez.

²⁰⁹ La cláusula consistirá en aplicar sobre el número de opciones el cociente entre el número de acciones nuevas y el número de acciones antiguas. Así lo hizo la sociedad Argentaria con su programa de opciones sobre acciones aprobado el 26 de junio de 1997 que establecía otorgar un número de opciones a cada beneficiario en función de la inversión previa que tuviesen en acciones de la compañía. De forma que tras la realización de un split de acciones de 4:1, el número de acciones quedó de la siguiente forma:

INVERSIÓN MÍNIMA	Nº DE OPCIONES	OPCIONES TRAS EL SPLIT
20.000.000	17.860	71.440
10.000.000	8.930	35.720
5.000.000	4.470	17.880
2.250.000	2.000	8.000
1.125.000	1.000	4.000

ejemplo, y el plan de opciones otorga a cada beneficiario el derecho a percibir 1.000 acciones, ahora reciban 3.000. No obstante, para que esto se produzca es preciso que se haga constar expresamente en el plan [Córdoba, 2001, p. 89].

Puede resultar provechoso este tipo de operaciones para los beneficiarios de los planes de stock options, ya que es posible que la división del valor de las acciones atraiga a gran cantidad de inversores, haciendo que el valor de las acciones suba, como ocurrió en el caso de Telepizza con una revalorización del 23% del valor de sus acciones en los dos días siguientes a la realización del split de sus acciones [Llorente, 1998]. Es más, el simple anuncio de la operación de split suele provocar que el valor de las acciones de una determinada empresa suba, tal fue el caso de Acerinox, que tras hacer su anuncio, vio cómo sus acciones se revalorizaron en un 8,4% [Llorente, 1998]. A pesar de estos efectos, habrá que tener en cuenta que este tipo de movimientos son a corto plazo, debiendo considerar cuándo se producirá el período de ejercicio de las opciones, que si se produce a muy largo plazo, el efecto del split habrá pasado ya.

La operación contraria al split, sería el split revertido (“reverse split”) que consiste en la reducción del número de acciones en el mercado, multiplicándose en la misma proporción el valor de las acciones. Este tipo de operaciones se realiza por parte de las empresas para subir el valor de las acciones y para desalentar a los pequeños especuladores y concentrar la posesión de las acciones en los grandes inversores. El efecto de esta operación sobre los planes de stock options, en este caso, sin la inclusión de ningún tipo de cláusulas, sería muy beneficioso para los titulares de las opciones. Sin embargo, sería lógico incluir en los planes instrucciones para revisar la proporción de opciones en función del nuevo número de acciones.

De igual forma, el precio de ejercicio que fue fijado en 8.959,65 pesetas, tras el split de acciones quedó fijado en 2.239,91 pesetas (tras dividirlo entre 4) [BBVA, *Folleto específico sobre los Sistemas de Retribución referenciados al valor de la acción de Argentaria y de asignación de opciones sobre acciones del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.*, p. 4].

3.3.6. Pago de dividendos.

El pago de dividendos²¹⁰, por parte de las empresas, supone salida de dinero, lo que lógicamente influye sobre el valor de cotización, y, a su vez, afecta a los beneficiarios de los planes de opciones [Lambert *et al.*, 1989, p. 411; Nwogugu, 2006, p. 28]. El efecto negativo sobre el precio de las acciones se produce porque el mercado sanciona el hecho de que la adquisición de esas acciones ya no implica el cobro de dividendos; aparte de la reducción que experimentan los beneficios, al haber repartido parte de los mismos en forma de dividendos [Lavin, 2004].

A pesar de lo frecuente que puede ser el pago de dividendos, por parte de las grandes empresas a sus accionistas, no es habitual²¹¹ la inclusión de cláusulas en los planes para solventar el efecto de este pago sobre el valor de las acciones.

La decisión de repartir o no dividendos, siempre que se hayan obtenido beneficios durante el ejercicio, depende de la Junta General de Accionistas, por lo que si finalmente ésta decide no repartir dividendos, no se producirán efectos negativos sobre los planes de opciones. Sin embargo, dicho efecto sería inevitable si la empresa tiene emitidas acciones preferentes²¹², cuya característica fundamental es la de otorgar a sus titulares el derecho a obtener un dividendo preferente²¹³. En este caso, la sociedad está obligada a repartirlo

²¹⁰ En este caso, se hace referencia a los dividendos en efectivo, ya que cuestión distinta sería el supuesto de entrega de dividendos en acciones (*stock dividends*) en cuyo caso estaríamos ante el supuesto de una ampliación de capital con cargo a reservas totalmente liberada, operación que no provoca ninguna modificación ni del patrimonio ni del porcentaje de participación de los accionistas. Este tipo de operaciones viene utilizándose por las empresas con el objetivo de retribuir a los propietarios de las acciones [Yagüe y Gómez, 2002].

²¹¹ Podemos citar el caso de la empresa Recoletos que modificó el precio de ejercicio de las opciones sobre acciones tras el reparto de dividendos, pero éstos fueron repartidos con carácter extraordinario y no recurrentes, situación que recogía el Reglamento de los Planes como supuesto de dilución de las acciones [Recoletos, *Folleto Informativo por Oferta Pública de acciones*, 3/10/2000, Cap. VI, p. 21]. El dividendo se concedió por un valor bruto total de 1 € por acción, con lo que el precio de ejercicio pasó a ser de un 1 € menos sobre el precio de ejercicio inicialmente establecido [Recoletos, *Hecho Relevante*, 31/3/2004].

²¹² Las acciones preferentes son un tipo de acciones privilegiadas que, reguladas en el Art. 50 del TRLSA, se caracterizan por otorgar a su titular ventajas o privilegios especiales con respecto a los titulares de acciones ordinarias, tales como “una mayor intensidad en la atribución de los derechos propios de las acciones, como por ejemplo una mayor cuota en la liquidación, o bien en la atribución de derechos específicos, como puede ser el derecho a un dividendo preferente” [<http://www.bolsavalencia.es/actores/inversores/rinconinversor/02-05-20.htm>].

²¹³ El TRLSA no recoge la modalidad a utilizar por lo que existe total libertad para usar cualquiera de las modalidades existentes en la práctica tales como “el derecho a percibir un dividendo de determinado importe con cargo a los beneficios del ejercicio, o acciones con dividendo preferente recurrente con el beneficio a distribuir a las acciones ordinarias, o acciones con dividendo preferente acumulativo, de forma que la parte

siempre que existan beneficios distribuibles, de acuerdo con lo establecido en el Art. 50 del TRLSA. No obstante, si existen acciones de este tipo, debe aparecer en los estatutos²¹⁴ de la sociedad tal extremo, así como si el dividendo tiene carácter acumulativo²¹⁵ o no. De ahí que los beneficiarios de los planes podrán conocer, antes de la aceptación del plan, si existen acciones preferentes o no.

Los mercados americanos han experimentado en las últimas décadas una disminución de los pagos de dividendos, coincidiendo con el incremento de los planes de opciones sobre acciones (y otras formas de compensación relacionadas con el valor de las acciones). Este hecho ha motivado la realización de estudios, para intentar explicar este fenómeno, y ver cómo afecta el establecimiento de planes de opciones sobre acciones en la política de dividendos. Así, Lambert *et al.* [1989] observan cómo tras la adopción de un plan, las empresas experimentan reducciones en los pagos de dividendos. Por su parte, Lewellen *et al.* [1987] obtienen una relación negativa entre la existencia de sistemas de compensación basados en el precio de la acción y los pagos de dividendos de la empresa. Deyá [2004] concluye que los planes de opciones sobre acciones ejercitables y con valor positivo afectan negativamente al volumen de dividendos distribuidos entre los accionistas. Todos estos estudios se han realizado con empresas americanas no existiendo ningún estudio de este tipo en España, sin embargo, los resultados obtenidos podrían ser extrapolados a nuestros mercados y, al menos, considerar la posibilidad tangible de que el establecimiento de planes de opciones sobre acciones pueden influir en la política de dividendos de la empresa, lo cual perjudicará a los accionistas. De ahí que podría ser conveniente, para evitar este tipo de efectos, aislar el plan de opciones de la entrega de dividendos, de forma que incluya una cláusula (*dividend protection clause*) que permita modificar el precio de ejercicio si se otorgan dividendos durante la vida de la opción [Hull,

o la totalidad de los dividendos fijos no satisfechos en un ejercicio determinado se acumularán a los de los años siguientes, o acciones cuyo privilegio consista en poder acceder con carácter exclusivo a una parte concreta de los beneficios de cada ejercicio social (un tercio, dos quintos, la mitad, etc.), o acciones con un dividendo preferente consistente en percibir una cantidad superior (el doble o el triple) de la asignada como dividendo a las acciones ordinarias” [Alonso Ledesma, 1999, p. 20].

²¹⁴ En los estatutos debe recogerse (Art. 50 TRLSA):

- Las consecuencias de la falta de pago (total o parcial) del dividendo preferente.
- Si el dividendo tiene carácter acumulativo o no en relación con los dividendos no satisfechos.
- Los eventuales derechos de los titulares de estas acciones privilegiadas en relación con los dividendos que puedan corresponder a las acciones ordinarias.

²¹⁵ Si se establece que el dividendo es acumulativo, si durante un determinado ejercicio no se han podido repartir dividendos, sería posible acumularlo al siguiente o siguientes ejercicios.

1993]. Otra solución propuesta por Lambert *et al.* [1989] y Murphy [1999] consiste en pagar el valor acumulado de los dividendos pagados por la acción al propietario del plan de opciones sobre acciones en el momento de su ejercicio.

3.3.7. Fusiones.

Las fusiones se han convertido en uno de los instrumentos más utilizados en los procesos de concentración empresarial en los últimos tiempos, y consisten en la integración de los patrimonios de dos o más sociedades mercantiles, previa disolución de alguna o de todas ellas, uniendo también a los socios en una sola sociedad. La sociedad o sociedades absorbidas transfieren a la absorbente (ya existente o de nueva creación) su activo real y su pasivo exigible, recibiendo los accionistas de aquéllas, en pago del patrimonio aportado, acciones de la sociedad absorbente.

Las operaciones de fusión deben atender a lo recogido en el TRLSA²¹⁶ y en el Reglamento del Registro Mercantil²¹⁷. Sin embargo, el ICAC publicó en 1993, el Borrador de Normas de Contabilidad aplicables a las Fusiones y Escisiones de Sociedades (BNCFES), que si bien no es obligado cumplimiento y, además, no llegó a publicarse definitivamente, en varias respuestas ofrecidas por el ICAC sobre consultas al respecto del tema de las fusiones, han confirmado su posición manifestada en el citado borrador.

El citado Borrador distingue tres tipos de fusiones en base a la “naturaleza económica de la operación subyacente”:

²¹⁶ Sección 2ª del Capítulo VIII “De la Transformación, fusión y escisión” del TRLSA, que será de aplicación tanto a las sociedades anónimas como a las sociedades de responsabilidad limitada, ya que el Art. 94 de la LSRL establece que “*la fusión de cualesquiera sociedades en una sociedad de responsabilidad limitada nueva, la absorción de una o más sociedades por otra de responsabilidad limitada ya existente, y la extinción de la sociedad de responsabilidad limitada, se regirán por lo establecido en las secciones 2ª y 3ª del Capítulo VIII de la Ley de Sociedades Anónimas, en cuanto sean aplicables, entendiéndose efectuadas a socios y participaciones sociales sus referencias a accionistas o acciones*”.

²¹⁷ Artículos 226 a 237 del RD 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil.

1. Fusiones de intereses: son las que tienen por objeto la integración de sociedades de similares dimensiones, en las que no se podría establecer que ninguna de las sociedades intervinientes prevalece sobre las demás.
2. Fusiones de adquisición: son aquellas fusiones en las que una de las sociedades es notoriamente mayor que las demás, de forma que se puede asegurar que la misma es objeto de ampliación con la adición de esas otras sociedades.
3. Fusiones impropias: son las fusiones en las que la unidad económica entre todas o algunas de las sociedades involucradas en el proceso, es previa a la consecución de la unidad jurídica que provoca la fusión. En estos casos, participarán en la fusión sociedades vinculadas. En cuanto al concepto de vinculación, el propio Borrador en su Art. 20, recoge que se dará entre empresas en las que *“exista una relación de dominio, directa o indirecta, de las previstas en el artículo 42.1 del Código de Comercio²¹⁸ o aquellas que estén dominadas, directa o indirectamente, por una misma entidad o persona física o conjunto de ellas que actúen de forma coordinada”*.

Desde el punto de vista jurídico, el proceso de fusión puede llevarse a cabo de dos formas diferentes, que son las siguientes: a) Fusión por absorción: las sociedades se disuelven y extinguen pero no se liquidan, no afectando estas condiciones a la sociedad absorbente que aumenta su capital; b) Fusión por creación de una nueva sociedad: todas las sociedades fusionadas se disuelven y se extinguen, pero no se liquidan para integrarse en una nueva sociedad.

Con respecto a cómo afectan las fusiones a los planes de opciones, cuando la fusión se produce entre empresas que cotizan en bolsa no es frecuente que surjan sorpresas, puesto que si una de ellas tiene un plan de opciones otorgado a sus empleados, éste

²¹⁸ El Art. 42.1 del Código de Comercio recoge los siguientes supuestos:

- a) Posea la mayoría de los derechos de voto.
- b) Tenga la facultad de nombrar o de destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración.
- c) Pueda disponer, en virtud de acuerdos celebrados con otros socios, de la mayoría de los derechos de voto.
- d) Haya nombrado exclusivamente con sus votos la mayoría de los miembros del órgano de administración, que desempeñen su cargo en el momento en que deban formularse las cuentas consolidadas y durante los dos ejercicios inmediatamente anteriores. Este supuesto no dará lugar a la consolidación si la sociedad cuyos administradores han sido nombrados, está vinculada a otra en algunos de los casos previstos en las dos primeras letras de este apartado.

aparecerá en la diversa información entregada a la CNMV, ya sea en la información trimestral, en los folletos informativos o en la comunicación en el momento de la concesión del plan, como hecho relevante. Será en el momento previo a la fusión, cuando se lleven a cabo los acuerdos de fusión, dónde deberá decidirse, por las empresas que se fusionan, qué hacer con el plan de retribución.

Sin embargo, cuando en la fusión intervienen empresas no cotizadas, puede ocurrir que, como en este caso no es necesario entregar información alguna, determinados ejecutivos o consejeros aprovechen la situación para establecer un plan de opciones en el momento antes de producirse la fusión, siendo ellos los beneficiarios. En estas situaciones, la única solución posible sería que las empresas que pretenden fusionarse lleguen a un acuerdo.

Ahora bien, el proceso de fusión afectará a los planes de opciones de forma diferente, dependiendo de si la sociedad que ha emitido el plan ha sido la absorbente o la absorbida [Córdoba, 2001, p. 91]:

A) Si la sociedad que ha emitido el plan de opciones es la sociedad absorbente, el proceso de fusión le afectará ya que la ampliación de capital para la entrega de acciones a los accionistas de la/s absorbida/s afectará al porcentaje de participación que pueden adquirir los beneficiarios del plan.

En estos casos, una posible solución para evitar el efecto de la fusión es permitir a los beneficiarios del plan de opciones el ejercicio anticipado de sus opciones, opción válida siempre que se haya previsto en el contrato, como una cláusula más. Si no se ha previsto dicha ejecución anticipada, deberá revisarse la relación de canje existente con respecto a las nuevas acciones con la finalidad de restituir a los beneficiarios la situación inicial o intentar llegar a un acuerdo entre las partes.

B) Si la sociedad que ha emitido el plan es la sociedad absorbida o alguna de las sociedades que participan en una fusión por creación de nueva sociedad, el plan, en principio, desaparecerá, ya que la citada sociedad se disuelve, pasando los accionistas de ésta a ser socios de la absorbente o de la sociedad de nueva creación, siempre y cuando estén de acuerdo pues, en caso contrario, se procederá a su liquidación. En estos casos también se ha podido prever en el contrato el ejercicio anticipado de las opciones, lo que

convertiría a los beneficiarios en accionistas de la sociedad absorbente o de nueva creación.

3.3.8. Escisiones.

La escisión es el proceso por el que una determinada empresa decide separar sus actividades y dividirse en dos o más empresas, una de las cuales puede incluso mantener la personalidad jurídica de la empresa original. La escisión se ha convertido en un instrumento ideal para “*la descentralización, desconcentración o especialización empresariales*” [Rodríguez Artigas, 1993, p. 19] de las empresas, llegando a considerarse como el supuesto contrario a la fusión.

La clasificación más importante de este tipo de operaciones es la que distingue entre escisión total o propia y la escisión parcial o impropia²¹⁹. La escisión total supone la extinción de la sociedad (escindida), con la división de todo su patrimonio en dos o más partes, cada una de las cuales se traspa en bloque a una sociedad de nueva creación o es absorbida por una sociedad ya existente (beneficiarias). Por su parte, la escisión parcial supone la segregación de una o varias partes del patrimonio de una sociedad (escindida) sin extinguirse, traspasando en bloque lo segregado a una o varias sociedades de nueva creación o ya existentes (beneficiarias) (Art. 252.1 TRLSA).

Los accionistas de la sociedad que se escinde, ya sea de forma total o parcial, recibirán en contraprestación acciones de las sociedades beneficiarias de la escisión. El número de acciones que reciban será proporcional²²⁰ a sus respectivas participaciones, reduciendo la sociedad, en el caso de escisión parcial, el capital social en la cuantía necesaria (Art. 252.2 TRLSA).

²¹⁹ Junto a esta clasificación, existen otras figuras que presentan características diferentes pero que, en ocasiones, tienden a asimilarse a ellas por diversos motivos, tales como el hecho de aplicarles el mismo régimen jurídico [Rodríguez Artigas, 1993, p. 23].

²²⁰ Con respecto a la proporcionalidad, se ha planteado la polémica sobre si los socios de la sociedad escindida deben recibir acciones de todas las sociedades beneficiarias (proporcionalidad cualitativa) o es suficiente con que reciban acciones de una sola de ellas (proporcionalidad cuantitativa). Para solventar este dilema, el TRLSA en su Art. 252.2, en su párrafo segundo, establece que “*en los casos en que existan dos o más sociedades beneficiarias, la atribución a los accionistas de la sociedad que se escinde de acciones o participaciones de una sola de ellas requiere el consentimiento individual de los afectados*”.

El Borrador del ICAC establece, al igual que para las fusiones, tres tipos diferentes de escisiones atendiendo a la naturaleza económica de las operaciones:

1. Escisiones de intereses: son aquéllas que tienen por objeto la integración de patrimonios de similares dimensiones, en las que ni la sociedad beneficiaria ni parte de patrimonio de la sociedad escindida que le corresponde a aquélla prevalecen la una sobre la otra, incluyendo dentro de este tipo también a las escisiones en las que la sociedad beneficiaria es de nueva creación.
2. Escisiones de adquisición: en las que se produce un notorio desequilibrio entre ambos patrimonios, porque puede asegurarse que uno de ellos es objeto de adquisición.
3. Escisiones impropias: son aquéllas en las que la unidad económica preexiste a la unidad jurídica que se produce tras la escisión. Se consideran como tales aquellas escisiones en las que entre la beneficiaria y la escindida existe vinculación antes o después de la escisión.

Cuando exista algún plan de opciones sobre acciones, la escisión afectará de forma diferente en función de si la escisión es total o parcial, así como si la empresa que tenía establecido el plan es la escindida o es alguna de las sociedades beneficiarias.

Si la escisión es total y el plan estaba establecido en la empresa escindida, al extinguirse ésta, el plan pasa a no tener validez. Sin embargo, podría establecerse en las cláusulas del plan, que los beneficiarios recibiesen derechos sobre las empresas en que se divide la sociedad, tomando para el cálculo de las mismas la relación de canje que se apruebe en la junta general. Por ejemplo, si el empleado tiene 100 opciones que le dan derecho a adquirir 100 acciones de la empresa base, ante la escisión *“deberán canjearse por un número equivalente de opciones sobre cada una de las empresas que nazcan fruto de la escisión, tomando como base el valor del patrimonio escindido y la relación existente entre precio de ejercicio y precio de cotización de la empresa base”* [Córdoba, 2001, p. 92]. Otra solución podría ser el ejercicio anticipado de las opciones, para que los beneficiarios se conviertan en accionistas, pasando a ser socios de las sociedades beneficiarias en función de la relación de canje establecida.

Por su parte, si la escisión es parcial, la sociedad escindida sigue funcionando al segregarse sólo una parte de su patrimonio, teniendo que proceder a la disminución del capital social. Esta situación afectará al plan de opciones, salvo que existan cláusulas en el plan que contemplen tal circunstancia, en cuyo caso se procederá al reajuste de las condiciones.

Si el plan estaba establecido en alguna de las empresas beneficiarias (absorbente), siendo la escisión total o parcial, deberá ampliar su capital social para la entrega de acciones a los socios de la escindida, circunstancia que afectará el plan de opciones sobre acciones, y que, si está previsto en el plan, llevaría a la revisión de las condiciones para el reajuste del precio de ejercicio de las opciones.

3.3.9. Liquidación de la sociedad.

La liquidación es posterior a la disolución²²¹ y tiene como objetivo convertir en liquidez el activo, cancelar obligaciones y repartir el efectivo resultante entre los socios. La liquidación de la sociedad se produce porque la situación no marche bien (ya sea por pérdidas que reduzcan el patrimonio por debajo de la mitad del capital social, ya sea por disminución del capital social por debajo del mínimo legal o por declaración de concurso²²²) o porque se decide liquidarla por razones estratégicas o políticas.

En el caso de la liquidación de una sociedad, una vez realizado el activo, habrá de satisfacerles las deudas a todos los acreedores, a los trabajadores, después a las acciones sin voto, si hay, y el resto, se procederá a repartirlo entre los restantes socios, según se haya establecido en los estatutos o en proporción al importe nominal de las acciones. Sin embargo, en este reparto, no entran los beneficiarios de las opciones, ya que éstas no son una verdadera tenencia de acciones sino una expectativa futura de adquirirlas por lo que, en principio, no existe obligación de satisfacerles cantidad alguna. Sin embargo, es cierto que las opciones tienen *“un componente específico de valor temporal, y que, si*

²²¹ Una liquidación siempre se produce como consecuencia de una disolución, pero la disolución no tiene por qué terminar siempre en liquidación [Gallego *et al.*, 2000, p. 433].

²²² La declaración de concurso por sí sola no es una causa de disolución, pero si se procede a la apertura de la fase de liquidación, la sociedad quedará automáticamente disuelta, sin necesidad del nombramiento de los liquidadores (Art. 260.2 TRLSA).

unilateralmente se decide liquidar la empresa, se está perjudicando claramente a los tenedores de las opciones, es decir, a los directivos y empleados, a los que no se les da la alternativa de seguir gestionando la sociedad y crear el valor necesario para que las opciones se puedan ejercitar” [Córdoba, 2001, p. 93]. Aunque no exista obligación por parte de la empresa, quizás lo más apropiado sería calcular el valor temporal de las opciones, siguiendo el método de Black-Scholes.

Por una parte, si la liquidación se produce por una mala situación económica y existe un plan de opciones sobre acciones, éstas no tendrán valor alguno, estando el precio de ejercicio por encima del valor de cotización o valor contable de las mismas (en el caso en que la sociedad no cotice en bolsa).

Por otra parte, si la liquidación se produce por otras circunstancias, diferentes a la mala situación económica, tales como por razones estratégicas o políticas, por conclusión del objetivo social, etc., es posible que las opciones tengan valor (si el precio de ejercicio es inferior al valor de cotización o al valor contable), por lo que sería aconsejable permitir el ejercicio anticipado de las opciones, lo que convertiría a los beneficiarios en accionistas, participando en el reparto del haber social. Incluso podría darse la situación de la recompra de las acciones, con anterioridad al proceso mismo de liquidación, percibiendo de esta forma un mayor importe que si se les entrega únicamente lo que resulte del balance de liquidación. Esta situación, sin embargo, puede provocar conflictos con el resto de empleados, ya que lo pagado de más a aquéllos, se les está quitando a éstos, pudiendo producirse una situación de conflicto colectivo o de impugnación de la junta general.

3.3.10. Exclusión de cotización de una sociedad cuando se firmó el plan de stock options.

La exclusión de la cotización, acto por el que las acciones dejan de tener liquidez y de estar sometidas a la disciplina de las Bolsas de Valores [Córdoba, 2003, p. 162], puede producirse bien por voluntad de la propia sociedad o por sanción de la CNMV²²³.

²²³ Los motivos de exclusión por sanción son los recogidos en el Art. 34 de la LMV (modificado por la Ley 6/2007, de 12 de abril): “La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá excluir de negociación a aquellos valores que no alcancen los requisitos de difusión, frecuencia o volumen de contratación que

En el caso de que la exclusión sea voluntaria, la sociedad debe solicitarla a la CNMV, organismo que podrá denegarla o bien aceptarla, condicionándola a la realización de una OPA, llamada de exclusión, que es una oferta que, a diferencia del resto de OPAS, la sociedad realiza a sus propios accionistas, con la finalidad de dejar de cotizar en bolsa.

La exclusión de cotización de una sociedad *“puede lesionar los legítimos intereses de los accionistas, en tanto que antes de la exclusión los valores eran líquidos y podían ser negociados en un mercado, mientras que cuando se excluye de cotización los valores pasan a ser ilíquidos y su transmisión por los accionistas se vería enormemente dificultada”* [Varela y Juste, 2004, p. 680]. De ahí que el objetivo perseguido por la CNMV a la hora de autorizar o denegar la exclusión de la cotización es el de *“proteger los intereses de los accionistas minoritarios”* [Ariño Ortiz y Ariño Sánchez, 2002, p. 2604], ya que, al salir del mercado de valores, las acciones pierden liquidez, siendo la OPA la última oportunidad de los accionistas de vender sus acciones dentro del mercado bursátil. El aspecto fundamental en la propuesta de OPA de exclusión, será el precio fijado para la compra de las acciones y que, según establece el Art. 10.6 del RD 1066/2007, *“no podrá ser inferior al mayor que resulte entre el precio equitativo (...) y el que resulte de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el apartado 5”*.

Se entiende por precio equitativo el *“precio o contraprestación no inferior al más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta”*.

Por su parte, los métodos recogidos en el citado apartado 5 del Art. 10 del RD 1066/2007, son los siguientes:

- a) Valor teórico contable de la sociedad y su caso, del grupo consolidado, calculado con base en las últimas cuentas anuales auditadas y, si sino de fecha posterior a éstas, sobre la base de los últimos estados financieros.
- b) Valor liquidativo de la sociedad y, en su caso, del grupo consolidado. Si de la aplicación de este método fueran a resultar valores significativamente inferiores a los

reglamentariamente se establezcan, y a aquellos otros cuyo emisor no cumpla las obligaciones que le incumban, en especial, en materia de remisión y publicación de información. Dicha exclusión se acordará por la Comisión Nacional del Mercado de Valores por iniciativa propia o a propuesta de los organismos rectores de los correspondientes mercados secundarios oficiales. Sin perjuicio de las medidas cautelares que puedan adoptarse, tales acuerdos se tomarán siempre previa audiencia de la sociedad emisora”.

obtenidos a partir de los demás métodos, no será preciso su cálculo siempre que en el informe se haga constar dicha circunstancia.

- c) Cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado.
- d) Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión.
- e) Otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, tales como, descuento de flujos de caja, múltiplos de compañías y transacciones comparables u otros.

Puesto que la OPA de exclusión supone la compra por parte de la sociedad de sus propias acciones, habrá de tenerse en cuenta los requisitos exigidos por el TRLSA para la adquisición de acciones propias, debiendo llamar la atención sobre dos aspectos particulares: por un lado, especial mención requiere el hecho de contar con reservas libres para dotar la reserva indisponible, como consecuencia de la adquisición de las acciones propias; por otro, el límite establecido para la autocartera no supone impedimento alguno para superarlo, ya que la legislación establece que si se sobrepasa el límite se obliga a vender el exceso en el plazo máximo de un año, no recogiendo ningún otro tipo de sanción [Varela y Juste, 2004, p. 681].

Tal y como establece la legislación, la oferta de adquisición irá destinada a todas las acciones, obligaciones convertibles y demás valores que den derecho a su suscripción o adquisición. Ahora bien, si previamente a la situación de exclusión de la cotización, la empresa tenía establecido un plan de opciones sobre acciones, los beneficiarios tienen en su poder el derecho de compra de acciones en la fecha predeterminada.

Sin embargo, estas opciones no se consideran capital propiamente dicho, sino, únicamente, expectativas de ser accionistas en un futuro. De ahí, que legalmente la sociedad no esté obligada a ofrecerles su compra. Sin embargo, la legislación recoge que la OPA *“podrá o no dirigirse a los titulares de “warrants” o de otros valores o instrumentos*

que den opción a la adquisición o suscripción de acciones”²²⁴, por lo tanto, la oferta podría extenderse a los beneficiarios de los planes de opciones sobre acciones.

Otra opción sería que se permita la ejecución anticipada de las opciones sobre acciones, pasando los beneficiarios a ser accionistas y, por tanto, ser incluidos en la OPA de exclusión. Sin embargo, esta situación puede ser demasiado beneficiosa para los tenedores de opciones, ya que como consecuencia de la OPA de exclusión podrían recibir un precio muy elevado por las acciones que acaban de adquirir, procediendo posteriormente a abandonar la empresa y marcharse a la competencia, y muy perjudicial para la empresa, que tendría que hacer un gran desembolso de dinero. Una solución intermedia para la empresa sería que se liquidasen las opciones sobre acciones, mediante diferencias, por el importe resultante entre el precio de ejercicio de las opciones y el precio fijado en la OPA²²⁵.

En definitiva, será cada empresa, cuando se encuentre en tales situaciones, quién deberá decidir cómo actuar, ya sea permitiendo el ejercicio anticipado de las opciones, lo que permitirá a los beneficiarios participar del precio fijado por la OPA, no ofrecerles nada o negociar su inclusión en un nuevo plan de opciones o cualquier otro sistema retributivo, una vez que la sociedad haya abandonado el mercado de valores.

3.4. PROCEDIMIENTOS DE COBERTURA DE LOS PLANES DE STOCK OPTIONS

Varios son los procedimientos existentes para llevar a cabo la cobertura de los planes de opciones sobre acciones: 1) mediante la entrega a los beneficiarios de acciones en circulación (antiguas), para lo cual es necesario que la empresa las tenga en su poder en

²²⁴ Art. 10.2 del RD 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

²²⁵ Esto es lo que hizo la empresa TRANSPORTES AZKAR, S.A.: en los acuerdos de la OPA de exclusión, aprobada el 15 de noviembre de 2005 recogió la liquidación de los derechos de opción mediante el sistema de abono por diferencias en metálico, a un precio de 1,41 € brutos/acción, diferencia entre el 7,86 €/acción aprobado para la OPA de exclusión y el precio de ejercicio 6,45 €/acción al que en su día se había referenciado la concesión de las opciones [TRANSPORTES AZKAR, 2005, p. 1]. Si en lugar de realizar la liquidación por diferencias, hubiese permitido el ejercicio anticipado a los poseedores de opciones, éstos se habrían convertido en accionistas, teniendo que pagar la empresa posteriormente por cada acción el total del valor de la oferta, 7,86€.

el momento del ejercicio de las opciones; 2) mediante la entrega a los beneficiarios de acciones nuevas, para lo cual la empresa debe llevar a cabo una ampliación de capital destinada a los beneficiarios del plan, debiendo realizar para ello la exclusión de los derechos de suscripción preferente que poseen los accionistas antiguos; y 3) mediante la entrega a los beneficiarios o a un tercero (normalmente, una o varias entidades financieras) de obligaciones convertibles en acciones.

Es frecuente combinar alguno de estos tipos de cobertura, con la suscripción de algún contrato con una o varias entidades financieras para tener asegurados los cambios que se puedan producir en los precios desde el momento de la concesión del plan hasta el período de ejercicio.

No obstante, en los últimos tiempos, se ha generalizado otra modalidad de cobertura que consiste en que una determinada entidad financiera realice la cobertura completa del plan. Esta cobertura puede llevarse a cabo de dos formas: 1) Mediante la celebración de un contrato, la entidad financiera procederá a la adquisición de las acciones de la entidad concedente del plan (mediante su adquisición en el mercado, a la propia empresa o acudiendo a una ampliación de capital), que se compromete a “reservar” hasta el momento del vencimiento del plan a cambio de un importe fijo; y 2) Mediante la celebración de un contrato de permuta financiera (“*swap*”) por el que la entidad financiera se compromete a reservar las acciones, previamente adquiridas, a cambio de un importe variable calculado en base a algún índice bursátil.

3.4.1. Entrega de acciones de autocartera

3.4.1.1. Introducción

El hecho de que una determinada empresa posea acciones propias tiene una especial importancia en las cotizadas por diversos motivos, tales como que permite “reservar” esas acciones para ser entregadas a personas interesadas en entrar en la sociedad, comprar acciones cuando la sociedad no quiere que aquéllas se vendan en el mercado, así como ofrece la posibilidad de retocar la evolución de los precios de las acciones. Este último aspecto puede resultar ciertamente delicado, si no se actúa con la prudencia debida, ya que

la utilización de la autocartera para falsear los precios de las acciones, se considerará como infracción muy grave en el mercado de valores [Mascareñas y Chacón, 1998, p. 111].

Muchos son los motivos por los que una sociedad, sobre todo cotizada, puede hacerse con un paquete de acciones propias, pero son dos las situaciones que se presentan más conflictivas: la compra de acciones para regularizar sus cursos bursátiles y como estrategia defensiva frente a intentos de toma de control por un tercero.

Con respecto a las compras realizadas con el objetivo de regularizar los cursos bursátiles y dotar de liquidez al mercado, estas operaciones no se encuentran prohibidas en la normativa española, ya que de hecho, *“el legislador se paró a pensar en la posible incidencia que podría tener una normativa liberal en materia de autocartera sobre el buen funcionamiento del mercado de capitales, pero que consideró que no era oportuno establecer una norma prohibitiva, sino tan sólo rebajar el límite de la autocartera permitida a un 5%”* [Paz-Ares y Perdices, 2003, p. 130], tal y como recoge la Disposición Adicional 1ª del TRLSA. A esta medida aplicable a las sociedades cotizadas habría que sumarle la necesidad de comunicación a la CNMV de las adquisiciones que superen el 1% del capital²²⁶, como de la constancia de las mismas, sus motivos y consecuencias en el Informe de Gestión²²⁷. La necesidad de transparencia de este tipo de operaciones se ha visto apoyada tanto por el Informe Olivencia²²⁸ como por varias Cartas Circulares de la

²²⁶ Según recoge la Disposición Adicional 1ª.1 y el Art. 12 del RD. 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisición por éstas de acciones propias.

²²⁷ El Art. 79.4 del TRLSA establece que: *“el informe de gestión de la sociedad adquirente (de las acciones propias) y, en su caso, el de la sociedad dominante deberán mencionar como mínimo:*

- a) *Los motivos de las adquisiciones y enajenaciones realizadas durante el ejercicio.*
- b) *El número y valor nominal de las acciones adquiridas y enajenadas durante el ejercicio y la fracción del capital social que representan.*
- c) *En caso de adquisición o enajenación a título oneroso, la contraprestación por las acciones.*
- d) *El número y valor nominal del total de las acciones adquiridas y conservadas en cartera por la propia sociedad o por persona interpuesta y la fracción del capital social que representan.*

²²⁸ En el apartado 10.1. “Las exigencias del principio de transparencia” del Informe Olivencia se establece que *“la Comisión llama la atención sobre la necesidad de extremar el rigor en materia de autocartera. Las operaciones sobre acciones propias están muy extendidas en nuestra práctica y, a decir verdad, pueden resultar convenientes en muchas ocasiones. No obstante, dado los peligros que le son inherentes, deben sujetarse a la máxima transparencia. Cuando una sociedad se propone realizar una operación de importancia en este ámbito, sea a través de una única transacción o de una serie de ellas, debe hacer públicos sus proyectos, al objeto de que las órdenes que lleguen al mercado puedan ser correctamente interpretadas”*. Por su parte, el CUBG [2007] tan sólo hace referencia a las acciones propias en la Recomendación 8. Competencias del Consejo, donde se recoge que corresponde al Consejo de

CNMV. A este respecto, Vázquez Cueto [1995, p. 203] opina que este tipo de operaciones no sólo son lícitas sino que, en muchas ocasiones, se presentan como aconsejables al permitir “*ajustar las cotizaciones al valor real de las acciones, de evitar que dichas cotizaciones, por su bajo índice, aporten una falsa imagen de crisis económica de la entidad, con las consecuencias que ello implicaría de huida inmediata de los inversores y puesta en peligro de su estabilidad financiera*”.

En el caso de recurrir a la autocartera como medida defensiva frente a OPAS hostiles, es frecuente su utilización tras el lanzamiento de la OPA hostil por el atacante. Este tipo de operaciones puede revestir dos formas distintas:

a) La adquisición indiscriminada de las acciones propias. Ésta es una de las operaciones más utilizadas en la lucha por el control societario con la que “*se logra reducir el número de acciones flotantes en el mercado y, con ello, disminuir las posibilidades de que el atacante se haga con un alto porcentaje de participación en el capital social*” [Vázquez Cueto, 1995, p. 185]. Sin embargo, este tipo de operaciones presenta un doble problema, por un lado, la necesidad de que el grupo de control posea previamente un fuerte paquete de acciones y, por otro, no se garantiza que finalmente se consiga el control de la situación.

b) La recompra de acciones propias al accionista hostil (“greenmail”). Esta operación consiste en la “*adquisición por la sociedad anónima, a un precio superior al valor de mercado, de las acciones en poder del elemento hostil que pretende hacerse con el control de esa sociedad (...) ambas partes salen beneficiadas con la operación; el grupo de control retiene el poder y el tercero obtiene cuantiosos beneficios a cambio de la retirada de su ofensiva*” [Vázquez Cueto, 1995, p. 192]. Esta operación tiene como objetivo “*ofrecer al socio que pretende el control una separación especialmente ventajosa*” [Paz-Ares y Perdices, 2003, p. 145].

Administración la aprobación de la política de dividendos, así como la de autocartera y, en especial, sus límites.

3.4.1.2. Disposiciones legales

En cualquier caso, para llevar a cabo la adquisición, por parte de una empresa, de sus propias acciones en el mercado o, en su caso, de las emitidas por la sociedad dominante, deben cumplirse una serie de requisitos recogidos en la legislación societaria:

- Las acciones que se adquieran deben estar totalmente desembolsadas en el momento de la adquisición (Art. 75.4 TRLSA). Con este requisito se pretende evitar que *“la adquisición de acciones propias conduzca a una condonación de los dividendos pasivos pendiente de la confusión de derechos (la sociedad, en relación con esas acciones, reuniría simultáneamente la condición de acreedora y deudora de dichos dividendos pasivos), que afectaría negativamente al capital de la sociedad”* [Velasco, 2000, p. 43].

- Debe haber una autorización por parte de la Junta General de Accionistas donde se recogerán datos, tales como las modalidades de la adquisición, el número máximo de acciones a adquirir, el precio mínimo y máximo de adquisición y la duración de la autorización, la cual no puede exceder de dieciocho meses (Art. 75.1 TRLSA). En el supuesto que las acciones procedan de la sociedad dominante también debe haber una autorización de su Junta General de Accionistas.

La autorización por parte de la Junta General de Accionistas viene explicada por los siguientes motivos [Paz-Ares y Perdices, 2003, p. 109]:

- Si la competencia para distribuir beneficios corresponde a la Junta General de Accionistas, por fuerza ha de contarse con su beneplácito a la hora de adquirir las propias acciones, ya que esta operación sólo puede realizarse con cargo a bienes distribuibles, de acuerdo con lo que prescribe el Art. 75.3 TRLSA.
- La necesidad de autorización de la Junta General de Accionistas se justifica por razones de modificación de las cuotas de poder dentro de la sociedad. La adquisición de acciones propias influye directamente sobre las participaciones de los socios, por la sencilla razón de que éstos, aun permaneciendo nominalmente invariadas, experimentan desde el punto de vista administrativo un incremento de valor proporcional al porcentaje de los títulos adquiridos por la sociedad.

El Art. 75.1 del TRLSA, en su párrafo 2, introducido por la Ley 55/1999, añade a los anteriores requisitos que, “*cuando la adquisición tenga por objeto acciones que hayan de ser entregadas directamente²²⁹ a los trabajadores o administradores²³⁰, o como consecuencia del ejercicio de derecho de opción de que aquéllos son titulares, el acuerdo de la junta deberá expresar que la autorización se concede con esta finalidad*”. En este sentido, la normativa española no se ha acogido a la posibilidad que ofrecía el Art. 19.3 de la Segunda Directiva CEE²³¹ de exonerar del cumplimiento de la aprobación por la Junta General, cuando el fin de la adquisición de las acciones propias es el de entregarlas al personal de la sociedad, entendiendo que dentro del término “personal” no se incluye a los administradores de la sociedad [García-Cruces, 2001b, p. 731].

Que el control de la autocartera recaiga en la Junta General de Accionistas garantiza el conocimiento por parte de los socios del fin adjudicado a las acciones propias, lo cual redundará en el interés social [Ibáñez, 2000, p. 48]. El objetivo es evitar conflictos de intereses al ser “*los socios reunidos en asamblea y no los propios administradores quienes conceden los derechos de opción*” [Ávila y Moralejo, 2000, p. 197].

- El valor nominal de las acciones adquiridas, sumadas a las que ya posean tanto la sociedad adquirente como sus filiales y la sociedad dominante y sus filiales, no puede ser superior al 10% del capital social (Art. 75.2 TRLSA). Para las sociedades cotizadas, el límite se establece en el 5% (Disposición Adicional 1ª del TRLSA).

²²⁹ El adverbio “directamente” es cuestionado por Fernández del Pozo [1999, p. 1465] al considerar que no tiene mucho sentido que “*hayan de quedar fuera de la previsión las adquisiciones por persona interpuesta que actúe en interés de los beneficiarios últimos*”.

²³⁰ “*La referencia a los “administradores” entre los destinatarios de las adquisiciones propias autorizadas contradice los fundamentos de protección de la estructura administrativas de las sociedades anónimas y de política social presentes en la disciplina sobre acciones propias, no sólo porque altera y desvirtúa la significación del término comunitario “personal” (Art. 19.3 de la II Directiva), referible a quienes están vinculados por una relación laboral con la sociedad y no de administración, sino el espíritu de política social en que se apoya el alivio de la normativa en estos casos; de implicar a sus trabajadores en la política empresarial, haciéndoles partícipes en su capital*” [Flores, 2000, p. 259].

²³¹ Segunda Directiva 77/91/CEE, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacer equivalentes, las garantías exigidas en los Estados Miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital.

La norma se refiere expresamente a acciones “*por lo que no se incluirán derechos referidos a las mismas, concretamente opciones de compra y venta que la sociedad haya podido adquirir o asumir frente a terceros*” [Paz-Ares y Perdices, 2003, p. 154].

Existe la posibilidad de incumplir los límites cuantitativos establecidos, ya que para aquellas acciones adquiridas que no cumplan con éste y con el resto de requisitos recogidos en el Art. 75 TRLSA (a excepción de que las acciones no estén totalmente desembolsadas), se exige como sanción la venta de las mismas en un plazo inferior a un año (Art. 76 TRLSA) y no la nulidad del negocio como hubiera sido lo más conveniente para evitar situaciones ilícitas²³².

- Tanto la sociedad adquirente y, en su caso, la sociedad dominante deben dotar una reserva, sin disminuir el importe del capital ni de las reservas legal y estatutaria que tengan el carácter de indisponibles. Dicha reserva²³³ tendrá el carácter de indisponible y su cuantía se corresponderá con el importe de la cuenta que aparezca en el activo, recogiendo esas acciones propias o de la sociedad dominante. La reserva se mantendrá en el pasivo de la sociedad adquirente hasta que las acciones sean vendidas o amortizadas.

Para la constitución de la citada reserva, el dinero procederá de la cuenta “Pérdidas y Ganancias”, sino es suficiente, se recurrirá a los saldos de las cuentas “Prima de Emisión” y “Reservas voluntarias” (en este orden). Si aún así el saldo no es suficiente, la sociedad deberá proceder a la creación de una partida de reservas con denominación adecuada en el pasivo del balance con signo negativo minorando los fondos propios, ya que dicho importe se identifica, en general, con resultados a generar en el futuro que hoy se abonan a la sociedad [ICAC Consulta nº 3, BOICAC núm. 40].

- Al cierre del ejercicio en el que se tengan acciones propias, en aplicación del principio de prudencia, las acciones propias deben aparecer valoradas a su valor de mercado, si éste es inferior al de adquisición. El valor de mercado será el siguiente (Norma de Valoración 8ª del PGC-90):

²³² En contra de esta opinión Vázquez Cueto [1995, p. 390] establece que “*la imposición de una obligación de enajenar las acciones adquiridas incorrectamente iguala e incluso mejora en este aspecto a la clásica sanción de la nulidad del negocio adquisitivo, pues puede sostenerse abiertamente que los peligros que conlleva la adquisición de acciones propias quedan cercenados con mayor eficacia*”.

²³³ La reserva se recogerá en la cuenta 115 “Reserva para acciones propias” o, en su caso, en la cuenta 114 “Reserva para acciones de la sociedad dominante”.

- Si las acciones propias cotizan en un mercado secundario, será el menor de (a) cotización del último día de ejercicio; (b) cotización media en un mercado secundario organizado del último trimestre del ejercicio ó (c) valor teórico de las acciones.
- Si las acciones propias no cotizan en un mercado secundario, el valor teórico que sirva de referencia, al igual que si las acciones que se poseen son de la sociedad dominante.

Además de todos estos requisitos establecidos por parte de la legislación societaria, no hay que olvidar que las sociedades que cotizan en bolsa deberán comunicar a la CNMV la adquisición de acciones propias, siempre y cuando se haya adquirido un 1% o más de su capital en un acto o en varios actos sucesivos.

Todos estos requisitos garantizan los intereses de los socios, en cuanto que la aprobación de la adquisición está sometida a la junta, y protegen a los acreedores, por cuanto que el capital y las reservas no disponibles, que son garantía de sus créditos, no se ven disminuidas.

Por lo que se refiere a los derechos asociados a las acciones, mientras que las acciones propias o las acciones de la sociedad dominante estén en poder de la sociedad adquirente, quedará suspendido el derecho a voto y demás derechos políticos y económicos incorporados a las citadas acciones.

Por su parte, los derechos económicos de dichas acciones serán atribuidos de forma proporcional al resto de las acciones en circulación, a excepción del derecho de la asignación gratuita de nuevas acciones (Art. 79.1 TRLSA).

Por último, a la hora de realizar el cálculo de las cuotas precisas para la constitución y adopción de los acuerdos en la Junta General de Accionistas, se tendrán en cuenta las acciones propias (Art. 79.2 TRLSA).

CUADRO 3.3
DERECHOS DE LA AUTOCARTERA

TIPO DE DERECHO	DERECHOS DE LAS ACCIONES ORDINARIAS	DERECHOS DE LA AUTOCARTERA
ECONÓMICOS	Participación en las ganancias sociales	NO
	Participación en la cuota liquidativa	NO
POLÍTICOS	Asistencia a la Junta General de Accionistas	NO
	Derecho de voto	NO
MIXTOS	Derecho preferente de suscripción	SE PIERDE (REFLEJO CONTABLE)
	Derecho preferente de suscripción (en ampliaciones totalmente liberadas)	SI

Fuente: Gallego *et al.* [2000, p. 269].

3.4.1.3. Estrategias en la cobertura del plan de opciones sobre acciones mediante autocartera.

Para que una determinada empresa pueda llevar a cabo la cobertura del plan de opciones sobre acciones, mediante autocartera, deben cumplir con los requisitos expuestos anteriormente, con especial referencia a que la Junta General de Accionistas acuerde y precise que, la finalidad de las acciones propias adquiridas, es la de servir de cobertura a un plan de opciones sobre acciones.

En cualquier caso, la empresa puede utilizar varias estrategias:

1. La empresa dispone de acciones en autocartera en el momento de la concesión del plan o, si no dispone de ellas, las compra en ese momento y las mantiene hasta el momento de la ejecución del mismo.

Esta alternativa implica que la empresa deberá hacer frente a los gastos de mantenimiento de la cartera de valores que se corresponderán con la “*diferencia entre el precio del dinero y el coste de oportunidad de los dividendos no pagados*” [Córdoba, 2001, p. 178]. Esta alternativa además de costosa, provoca una inmovilización de esas acciones durante un gran período de tiempo, ya que si tenemos en cuenta que las opciones

se entregan normalmente a largo plazo, hablaríamos de que la empresa en cuestión tendría que mantener en autocartera esas acciones durante el período de exclusión.

2. Ir comprando poco a poco las acciones para dar cobertura al plan de opciones. En esta situación la sociedad estaría especulando con sus propias acciones eligiendo los momentos de compra que se consideren más adecuados, lo cual no garantiza que no se produzcan cuantiosas pérdidas si el precio de compra de las propias acciones es superior al precio de ejercicio de las opciones en el momento del vencimiento del plan.

3. Comprar las acciones en el momento del vencimiento del plan, estando disponibles las acciones para cuando los beneficiarios decidan ejercitar las acciones. Esta opción permite a la empresa ahorrarse los costes de mantenimiento de la cartera de valores, pero, sin embargo, si las opciones están en dinero, es decir, su precio de ejercicio es inferior al valor de cotización, será esta diferencia la que la empresa tendrá que hacer frente como coste del sistema retributivo.

Entre las ventajas de utilizar acciones propias, para la cobertura del plan de opciones sobre acciones, destacan el hecho de que no se altera el capital social, lo que permite no diluir la participación de los accionistas, así como, que no suscita la problemática de la exclusión del derecho de suscripción preferente, aspectos que sí surgen si la cobertura se realiza mediante la ampliación de capital.

Entre los inconvenientes debemos destacar que la empresa deberá soportar el coste de mercado de las acciones adquiridas además del coste adicional por el mantenimiento de la cartera de acciones hasta que llegue el momento del ejercicio de las opciones. Aunque este coste de conceder acciones propias a un precio inferior al valor real, en principio, se espera que *“se compense con posterioridad con los resultados económicos derivados del alto rendimiento obtenido en el ciclo de explotación del objeto social”* [Vázquez Cueto, 1995, p. 165].

Por otra parte, la posesión de acciones propias, por parte de una determinada sociedad que cotiza en bolsa, puede disminuir su agilidad para actuar en los citados mercados cuando realmente lo necesite [Córdoba, 2001, p. 179]. Sin embargo, si tenemos en cuenta que el porcentaje de capital que supone la entrega de opciones sobre acciones no suele superar el 1%, no se plantean problemas ni de superar el límite fijado por la normativa ni de dificultar la agilidad por parte de estas sociedades [Fernández del Pozo, 1999, p. 1457].

En definitiva, la utilización de acciones propias para la cobertura del plan de opciones supone la financiación, a simple vista, de este sistema retributivo por parte de la empresa, con lo que esta situación puede resultar más favorecedora para que los accionistas apoyen la política retributiva de la empresa, si bien es cierto que imputar los gastos a la cuenta de resultados disminuye los beneficios totales y, por tanto, los dividendos que finalmente podrían recibir los accionistas.

En los últimos tiempos el uso de la autocartera se ha generalizado como mecanismo de cobertura de los planes de opciones sobre acciones, por lo que muchas compañías han gastado miles de millones, endeudándose cada vez más, con la finalidad de minimizar los efectos provocados por el mecanismo alternativo por excelencia de la cobertura de los citados planes, la ampliación de capital, cuyos efectos son la dilución del capital social y la influencia en ratios como el beneficio por acción y la rentabilidad por dividendo [Leonhardt, 2000, p. 39].

3.4.2. Entrega de acciones nuevas

3.4.2.1. Introducción

El segundo de los procedimientos existentes para la cobertura de los planes de opciones sobre acciones consiste en la entrega a los beneficiarios de acciones nuevas, lo que implica que la empresa debe realizar una ampliación de capital, para lo cual deberá cumplir con los requisitos exigidos legalmente. A estos efectos, los beneficiarios están determinados o son determinables, con lo que se impone la obligación, para poder llevar a cabo la ampliación, de excluir el derecho de suscripción preferente, reconocido a los accionistas antiguos. En estas situaciones se hablaría de opciones de suscripción en lugar de opciones de compra, tal y como ha recogido expresamente la legislación francesa²³⁴, estableciendo la posibilidad de conceder a los administradores y Directores Generales las “*options de souscription d’actions*”.

²³⁴ Art. 208.1 a 8 de la Ley de Sociedades Mercantiles francesa de 24 de julio de 1966, modificada por la Ley de 17 de junio de 1987.

3.4.2.2. Disposiciones legales

Para poder realizar cualquier ampliación de capital es necesario cumplir los siguientes requisitos legales:

1) Aprobación en la Junta General de Accionistas²³⁵ de la ampliación con las siguientes particularidades²³⁶:

- Quienes hayan propuesto la modificación (administradores o accionistas) deben formular un informe escrito.
- Debe expresarse en la convocatoria con la debida claridad los extremos que hayan de modificarse.
- En el anuncio de la convocatoria ha de constar el derecho que corresponde a todos los accionistas de examinar en el domicilio social el texto íntegro de la modificación propuesta y del informe sobre la misma y de pedir la entrega o el envío gratuito de dichos documentos.
- El acuerdo adoptado por la Junta ha de ajustarse a lo dispuesto en el Art. 103 del TRLSA.

En el caso de emisión de nuevas acciones en primera convocatoria, deberá estar presente al menos el 50% del capital con derecho a voto y será necesaria la aprobación por mayoría simple. En segunda convocatoria deberá estar presente el 25% del capital con derecho a voto. Cuando concurren accionistas que representen menos del 50% del capital suscrito con derecho a voto, los acuerdos sólo podrán adoptarse válidamente con el voto favorable de los 2/3 del capital presente o representado en la Junta.

En el caso de incremento del valor nominal, será necesaria la aprobación unánime de todos los accionistas, presentes o no en la Junta General (salvo que se trate de una ampliación totalmente liberada).

2) Inscripción en el Registro Mercantil correspondiente al domicilio social en escritura pública²³⁷.

²³⁵ Según el Art. 151.2 del TRLSA.

²³⁶ Particularidades contenidas en el Art. 144 TRLSA en relación con la modificación de los estatutos exigibles a las ampliaciones de capital.

Si la emisión de acciones se acomete por una sociedad que cotiza en bolsa, ésta estará obligada a presentar a la CNMV tanto las cuentas anuales como el informe de auditoría y el folleto de emisión, según recoge el Art. 5.2 del RD. 291/1992²³⁸. A pesar de que el Art. 7.1.c) del citado RD²³⁹ sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores establece una excepción al cumplimiento de los requisitos si la ampliación está destinada a trabajadores o jubilados de la entidad emisora, dicha excepción no será de aplicación a las ofertas “*de valores de igual naturaleza y análogas características que otros del mismo emisor admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o no oficial establecido en territorio nacional*”.

Dentro de la modalidad de ampliación de capital debemos destacar la posibilidad que ofrece la legislación española de utilizar lo que se ha denominado como “capital autorizado”. En este caso, la Junta General de Accionistas puede delegar al Consejo de Administración²⁴⁰:

- La facultad para fijar la fecha en que se llevará a cabo el aumento del capital social, previamente acordado por la Junta General, la cual habrá fijado la cuantía y las condiciones para llevarla a cabo. En este caso, el plazo máximo para fijar la fecha de ampliación por parte de la Junta es de un año.
- La facultad para llevar a cabo, sujetas a unos límites previamente determinados, una o varias ampliaciones de capital, según estimen conveniente los miembros del Consejo en función de las circunstancias del mercado. En estos casos, los requisitos a cumplir son:
 - a) Las diferentes ampliaciones no pueden superar, en ningún caso, el 50% del capital social existente en el momento de la autorización.
 - b) Las ampliaciones deben realizarse siempre mediante aportaciones dinerarias.
 - c) El plazo máximo para llevar a cabo las ampliaciones de capital es de 5 años a contar desde la fecha del acuerdo de la Junta.

²³⁷ Según Art. 162.1 del TRLSA y Art. 165 del RRM.

²³⁸ RD. 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores.

²³⁹ Según redacción establecida por el RD 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores.

²⁴⁰ Art. 153 del TRLSA.

3.4.2.3. Exclusión del derecho de suscripción preferente

El derecho preferente de suscripción surge para proteger los intereses de los accionistas ante ampliaciones de capital, al producirse una dilución económica y política. La dilución económica se refiere a la “*disminución que sufre el valor teórico de una acción antigua tras la ampliación de capital, al verse reducida su participación en el patrimonio neto de la sociedad*” [Cervera Oliver, 2002, p. 6]. Por su parte, “*la dilución política se pone de manifiesto en el menor grado de decisión que confiere una acción antigua a su titular en los acuerdos que se adopten en la junta general de accionistas en fechas posteriores a la ampliación*” [Cervera Oliver, 2002, p. 6].

La exclusión del derecho de suscripción preferente se permite por parte de la legislación española, en el TRLSA, en dos situaciones diferentes: exclusión por “interés social” y exclusión por disposición legal.

Los supuestos legales²⁴¹, recogidos en el Art. 159.4 del TRLSA, en los que se establece la exclusión del derecho de suscripción, son por la absorción del patrimonio de otra sociedad o de parte de su patrimonio escindido así como la conversión de obligaciones en acciones. En estos supuestos la razón para la exclusión del derecho va ligada al hecho de que las nuevas acciones van dirigidas a personas determinadas tales como los accionistas de la sociedad absorbida o escindida o a los obligacionistas, respectivamente [Flaquert, 2002, p. 2339].

La exclusión por la existencia de “interés social” está sometida al acuerdo mayoritario de la Junta General de Accionistas.

Para llevar a cabo la exclusión de los derechos de suscripción preferente por interés social, además del acuerdo de la Junta, deben cumplirse una serie de requisitos, que son los siguientes (Art. 159.1 TRLSA):

- Que en la convocatoria de la Junta se incluya la propuesta de supresión del derecho preferente y el tipo de emisión de las nuevas acciones.

²⁴¹ Según diferentes autores, tales como Mascareñas y Chacón [1998, p. 152] y Flaquert [2002, p. 2340] existe un tercer supuesto de exclusión legal del derecho de suscripción de acciones en el caso de ofertas públicas de adquisición de valores, donde la contraprestación ofrecida consiste en nuevas acciones a emitir. Este supuesto que no está contemplado en el TRLSA, sí aparece recogido en el Art. 60.4 de la LMV, donde explícitamente se permite la citada exclusión. Sin embargo, se ha suscitado cierta polémica sobre si puede llevarse a cabo o no al no estar recogido en la legislación de las sociedades anónimas.

- Que al tiempo de la convocatoria se ponga a disposición de todos los accionistas, un informe elaborado por los administradores, donde se justificará detalladamente la propuesta y el tipo de emisión de las acciones, con indicación de las personas a las que éstas habrán de entregarse, y, además, deberá recogerse un informe elaborado por un auditor de cuentas, elegido por el Registro Mercantil, donde se expresará el valor razonable de las acciones de la sociedad, el valor teórico de los derechos de suscripción preferente cuyo ejercicio se propone suprimir y sobre la razonabilidad de los datos contenidos en el informe anterior elaborado por los administradores.

- El valor nominal de las acciones más la prima de emisión debe ser igual al valor razonable recogido en el informe del auditor de cuentas. Para el caso de las sociedades cotizadas, el valor razonable se corresponderá con el valor de mercado, el cual normalmente estará referido a la cotización bursátil.

La modificación del Art. 159 TRLSA, operada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la LMV, y posteriormente por la Ley 50/1998, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y orden social, ha permitido a las sociedades que cotizan en bolsa que se pueda excluir el derecho de suscripción cuando la junta acuerde emitir acciones, con la única condición de que su valor no sea inferior al valor neto patrimonial establecido en el informe del auditor de cuentas (para el caso de las sociedades no cotizadas, el valor no puede ser inferior al valor real que se recoge en el informe del auditor de cuentas).

En base a la facultad que dispone la Junta para delegar al Consejo la aprobación de las ampliaciones de capital, en las sociedades cotizadas también puede delegarse la decisión de la exclusión del derecho de suscripción preferente²⁴² (Art. 159.2 TRLSA). En estos casos, deberá recogerse la propuesta de exclusión en la convocatoria de la Junta General y se pondrá a disposición de los accionistas un informe de los administradores donde se justificará la propuesta. Asimismo, para cada ampliación de capital realizada deberán elaborarse el informe de los administradores y el informe del auditor de cuentas,

²⁴² Este precepto viene recogido en la normativa comunitaria, concretamente en la Segunda Directriz (77/91/CEE), donde se establece que “*la legislación de un estado miembro podrá prever que los estatutos, la escritura de constitución o la junta general, por decisión según las reglas de quórum, con la mayoría y la publicidad indicados en el apartado 4, podrán otorgar el poder de limitar o de suprimir el derecho preferente al órgano de la sociedad habilitado para decidir sobre el aumento de capital suscrito dentro de los límites del capital autorizado*” (Art. 29.5).

debiendo coincidir el valor nominal de las acciones y el importe de la prima con el valor razonable recogido en el citado informe del auditor.

3.4.2.4. La entrega de acciones nuevas a los beneficiarios del plan de opciones sobre acciones.

En principio, no existe problema para que una determinada empresa realice la cobertura de su plan de opciones, con una ampliación de capital. Sin embargo, el problema se plantea a la hora de la necesaria exclusión del derecho de suscripción preferente, debiendo valorar si existe posibilidad de su exclusión. Puesto que legalmente no se ha recogido la posibilidad de excluir el derecho por el mero hecho de tratarse de cubrir un plan de opciones, debemos plantearnos si puede considerarse esta situación como de “interés social”²⁴³.

Para Vázquez Lepinette [2000, p. 9] *“el cumplimiento del requisito de que comporte un interés social, dadas las finalidades de incentivación y fidelización que tienen los planes de opciones, ha sido admitido con carácter general por la doctrina”*. Por su parte, Vázquez Albert [2000, p. 203] opina que existe un interés social por los planes destinados a los empleados debido *“al fortalecimiento de los vínculos entre la empresa y sus trabajadores”*, mientras que cuando los planes se destinan a los administradores existe un interés por *“incentivar la labor de los administradores o directivos de la compañía o de desincentivar su marcha a sociedades competidoras”*.

Por otra parte, en el caso de utilizar la posibilidad de delegar en el Consejo de Administración debemos hacer varias puntualizaciones:

1) Cuando la delegación sobre el Consejo de Administración consista únicamente en la posibilidad de fijar la fecha, debe mencionarse que el plazo puede considerarse demasiado corto para la delegación de la cobertura de un plan de opciones, ya que las

²⁴³ La empresa Grupo Picking Pack, S.A. justifica el “interés social” de la exclusión del derecho de suscripción preferente de la ampliación de capital que se preveía llevar a cabo para cubrir la ejecución de su Plan de opciones sobre acciones al considerar que es de interés social *“la incorporación en la estructura accionarial de la Sociedad, de determinados directivos y empleados con experiencia y demostradas capacidades, proporcionándoles un plan motivador que permita incentivarles y vincular estrechamente sus intereses a los intereses de los accionistas”* [Grupo Picking Pack, Hecho Relevante, 3/8/1999, p. 3].

opciones normalmente no se pueden ejercitar antes de varios años desde el momento de la concesión. Fernández del Pozo [1999, p. 1.458] considera que, en estos casos, no es aplicable el plazo de un año en aplicación de lo previsto para las obligaciones convertibles por el Art. 292.1 del TRLSA. En cualquier caso, esta limitación temporal hace que sea más aconsejable la segunda posibilidad de delegación para llevar a cabo la cobertura del plan de opciones.

2) En el caso en que la delegación consista en la facultad para llevar a cabo la ampliación de capital, cuando el Consejo de Administración así lo decida, no está exenta de críticas por algunos autores, ya que supone dejar en manos del Consejo “*la decisión acerca de las condiciones en que se van a emitir unas acciones destinadas a ellos mismos*” [Martínez Sanz, 2001, p. 1363]. Si estamos ante una ampliación de capital para dar cobertura a un plan de opciones sobre acciones, cuyos beneficiarios sean los miembros del consejo de administración, existirá el riesgo de estar ante una situación de autocontrato. Sin embargo, si esta delegación ha sido aprobada por la Junta General de Accionistas, así como el propio plan de retribución, no entendemos dónde está el problema, ya que en estos casos, el Consejo de Administración únicamente estaría llevando a cabo la decisión tomada previamente por la Junta General de Accionistas.

Otro problema, que entraña el hecho de haber delegado la tarea de aumentar el capital, es que dicha delegación no implica obligación de llevar a cabo dicho aumentos, por lo que “*en caso de modificación en el Consejo de Administración, aunque la delegación se extienda al mismo, existe la posibilidad de que el nuevo Consejo decida no ejecutar el aumento en cuestión*” [Álvarez y Areitio, 2004, p. 855] con el peligro que ello conlleva para hacer frente a la cobertura de un plan de opciones en estos casos.

Sin duda el aspecto que ha permitido a la sociedad utilizar el sistema de ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente, como cobertura de los planes de opciones sobre acciones, es el nuevo precepto que estableció la Ley 50/1998, al permitir que el valor de emisión de las nuevas acciones se pueda establecer por debajo del valor real, es decir, de valor de mercado. Ningún directivo o empleado acudiría a una ampliación de capital donde el valor de emisión sea el de mercado, si lo que se pretende es que los beneficiarios del plan tengan acceso a las acciones a un precio atractivo, es decir, por debajo de su valor de cotización [Andújar, 2002a, p. 104].

La utilización de este sistema de cobertura para los planes de opciones sobre acciones presenta la principal ventaja para la empresa de no imputar el coste del mismo a la cuenta de resultados de la sociedad, ya que, vía exclusión del derecho de suscripción preferente, el coste es soportado directamente por los accionistas en base a la dilución de su participación [Sánchez Andrés, 2000, p. 64], ya que el derecho al voto y a los dividendos que tienen los accionistas antiguos se reducen cuando los empleados ejercitan las opciones porque cada acción adicional tendrá derecho al voto y a recibir dividendos [Brownlee y Lynch, 2001, p. 3]. Dicha dilución se concreta en la “*medida del valor teórico del derecho que se le sustrae*” [Ibáñez, 2002, p. 2357], que se valora normalmente como la diferencia entre el valor de cotización de las acciones antiguas en el momento de la nueva emisión y el precio de emisión de las nuevas acciones.

Sin embargo, la ventaja que supone para la empresa, no imputar el coste a la cuenta de resultados, representa el principal inconveniente para los accionistas, ya que serán ellos quienes soporten la financiación del plan retributivo, aunque es cierto que “*la masa accionarial ha venido aceptado últimamente sin oposición esta carga financiera (...) tampoco ha manifestado reparo alguno la CNMV al respecto, autorizando los correspondientes folletos informativos de emisión de las acciones nuevas y, por extensión, la totalidad del programa o plan de incentivos*” [Ibáñez, 2002, p. 2360].

Por ejemplo, en la ampliación de acciones con exclusión del derecho de suscripción preferente que llevó a cabo PULEVA, S.A. para la cobertura de su plan de opciones, la realizó a un precio de 0,09 € (inferior al valor de mercado, 0,48 €, pero superior al valor neto patrimonial, 0,08 €) siendo el coste soportado directamente por el accionista en el importe de la dilución que experimentó su acción (en concreto, el valor teórico del derecho de suscripción preferente que ascendió a 0,01 €, lo que implicó una dilución del 2%), evitando que el coste fuese soportado por la cuenta de resultados de la sociedad²⁴⁴.

²⁴⁴ Folleto Informativo completo de Puleva. Modelo RV de ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente, 13 de septiembre de 1999, p. 6 y 110.

3.4.3. Emisión de obligaciones convertibles en acciones

Las obligaciones convertibles se definen como *“aquella modalidad de las obligaciones en que el obligacionista, en la forma y condiciones establecidas en la escritura de emisión, puede decidir mediante su sola voluntad integrarse como socio en la sociedad emisora, en cuyo momento quedan extinguidas las obligaciones y su importe aplicado como contravalor de las acciones que adquiere”* [Torres Escamez, 1992, p. 229].

La emisión de obligaciones convertibles ha venido constituyendo una forma de financiación para las sociedades anónimas²⁴⁵ por proporcionar grandes ventajas tanto a los obligacionistas como a la empresa emisora. El obligacionista *“se va a beneficiar de la relación previa que mantiene como acreedor, antes de pasar a ser accionista. Asimismo le permite combatir los efectos que la inflación suele tener sobre este tipo de valores al poder transformarlos en valores de renta variable a voluntad, y además en condiciones normalmente más ventajosas que si se compraran en el mercado secundario”* [Alvarado et al., 2003, p. 206]. Para la empresa emisora, Alvarado et al. [2003, p. 206] destacan las siguientes ventajas:

1. El interés de este tipo de financiación ajena suele ser menor que el de mercado, ya que el atractivo de estos títulos estriba más en su condición de conversión en acciones y no tanto en su rentabilidad.
2. En el caso de que no fuera viable la colocación directa de una ampliación de capital, la emisión de este tipo de obligaciones puede permitir su colocación indirecta.
3. Convierte en más atrayente un producto financiero, dado que concede al inversor la posibilidad de evaluar la situación antes de vincularse a la empresa como socio.

Sin embargo, también podría utilizarse, como mecanismo, para retribuir a los empleados, administradores y directivos de una determinada empresa, ya que de forma similar a las opciones sobre acciones, se entregaría a los beneficiarios un derecho a adquirir acciones en un futuro, con la diferencia de que los beneficiarios no tendrían que

²⁴⁵ Este mecanismo no puede ser utilizado por las sociedades de responsabilidad limitada ya que el Art. 9 de la LSRL prohíbe expresamente la emisión de obligaciones.

pagar en el momento de la conversión, pues las acciones se financiarían con el precio pagado en su momento por las obligaciones suscritas. En estos casos, *“con la suscripción de obligaciones convertibles se está ofreciendo a los empleados de la entidad la posibilidad de participar en su capital, mientras que la sociedad logra, en el momento de su emisión, la captación de recursos financieros que no van a suponer la salida de liquidez en su amortización si sus titulares optan por la conversión y, además, en este supuesto, se van a mantener los recursos obtenidos en la sociedad”* [Morales y Villarroya, 2002, p. 52].

También sería posible utilizar las obligaciones convertibles como mecanismo de cobertura de un plan de opciones sobre acciones²⁴⁶ cuando una entidad financiera adquiere las obligaciones convertibles hasta el momento de la conversión que serán entregadas a los beneficiarios *“para su automática conversión o bien convertirá las acciones y las transmitirá a los beneficiarios por cuenta de los mismos”* [Paz-Ares y Perdices, 2003, p. 75].

Las obligaciones convertibles son aquellas obligaciones que, además del pago de intereses, incorporan un derecho de conversión a acciones de la propia sociedad, de tal forma que los obligacionistas podrán convertirse en accionistas de la sociedad emisora si así lo deciden²⁴⁷, en caso contrario, se les devolverá el valor aportado a la hora de la suscripción de las obligaciones.

En cualquier caso, se trata de una opción válida, pero se establecen una serie de requisitos legales en la legislación española, para poder utilizar las obligaciones convertibles en acciones, tales como los siguientes:

A) Informes: los administradores tienen que elaborar un informe donde se recogerán las bases y modalidades de la conversión, que deberá ir acompañado por otro

²⁴⁶ Así lo hizo la compañía IBERIA en su Plan de Opciones 2002, en el que estableció que *“cada Opción daría derecho a adquirir la titularidad de una acción ordinaria de IBERIA a través de la adquisición y la inmediata y automática conversión, con carácter previo, de una obligación convertible en una Acción. Al objeto de hacer frente a los compromisos derivados del presente Plan, se va a proceder a la emisión de las correspondientes obligaciones convertibles en acciones, que serán suscritas por una o varias entidades financieras”*.

²⁴⁷ En el caso en el que sea la sociedad emisora quien tenga la facultad de decidir si se produce el reembolso del precio pagado por las obligaciones o la conversión de las obligaciones en acciones de nueva emisión, estaríamos hablando de *“Obligaciones convertibles a voluntad de la sociedad emisora”*.

informe elaborado por un auditor de cuentas²⁴⁸, designado por el Registro Mercantil (Art. 292.2 TRLSA).

B) Condiciones de conversión: es obligatorio que la Junta General determine las bases y las modalidades de conversión, acuerde el incremento del capital y fije el plazo máximo existente para la conversión.

Las bases de la conversión son los criterios a partir de los cuales se calcula el valor de las acciones y de las obligaciones para fijar la relación de cambio. Los sistemas para determinar la relación de cambio pueden estar basados en un criterio fijo o variable. Si el criterio es fijo, en el momento de la emisión de las obligaciones se establece el número de acciones que corresponde a cada obligación. Sin embargo, si el criterio es variable no se establece el número exacto de acciones que corresponde a la obligación, sino que se recoge el modo para calcular la relación de cambio en función de una determinada variable. Por ejemplo, que el número de acciones se determine en función de la cotización²⁴⁹ en bolsa [Vázquez Lepinette, 2000, p. 10].

²⁴⁸ Con relación al informe del auditor, el ICAC emitió una norma técnica sobre su elaboración y de la que puede destacarse [ICAC, 1991]:

- Principios reguladores de la actuación del auditor:

1. El auditor verificará que la información incluida en el informe de los administradores es la correcta, pero no certificará precios o valoraciones.
2. En cuanto a la valoración, toda la responsabilidad recae sobre los administradores.

- Procedimientos del auditor:

- a) Verificar que el informe de los administradores contiene la información necesaria y suficiente para que los destinatarios tomen decisiones razonables.
- b) Verificar los métodos de valoración aplicados.
- c) Asegurarse de que el valor de emisión de las obligaciones no es inferior a su nominal ni al de las acciones a entregar a cambio.
- d) Asegurarse de que en el informe de los administradores figuran, en su caso, las causas por las que se suprime el derecho de preferente de suscripción de las obligaciones convertibles para los antiguos accionistas.
- e) Asegurarse de que la información contable del informe de los administradores concuerda con la recogida en las últimas cuentas anuales auditadas.
- f) Asegurarse de que los hechos posteriores y significativos son mencionados en el informe de los administradores.

- Contenido del informe del auditor:

1. Introducción.
2. Identificación del informe de los administradores.
3. Descripción del trabajo realizado.
4. Conclusiones sobre el contenido del informe de los administradores, explicando las bases y modalidad de la conversión.

²⁴⁹ Según un estudio realizado por Torres Escamez [1992, p. 245] de todas las emisiones de obligaciones convertibles en acciones desde 1986 hasta la entrada en vigor de la LSA, la relación de cambio se ha determinado *“atendiendo para la valoración de las acciones al cambio medio de su cotización en Bolsa durante un período inmediatamente precedente a la conversión, se establece una bonificación para el*

C) Valor de las obligaciones convertibles: las obligaciones convertibles no pueden emitirse por un valor inferior al valor nominal. Tampoco se pueden convertir las obligaciones en acciones si el valor nominal de las obligaciones es inferior al de las acciones (Art. 202.3 TRLSA).

Existen varios tipos de obligaciones convertibles entre los que se pueden destacar: las obligaciones de conversión directa y las de conversión indirecta. Las de conversión directa se dan cuando la sociedad que emite el empréstito y las acciones que surjan de la conversión es la misma sociedad. Sin embargo, cuando la conversión es indirecta, es porque la sociedad que emite las obligaciones no es la misma de quien proceden las acciones que posteriormente será entregadas a los obligacionistas. Estos casos se dan frecuentemente entre empresas del mismo grupo, de tal forma que una sociedad perteneciente a un grupo puede financiarse sin ser ella quien entrega las acciones, ya que el préstamo obligacionario lo emite la sociedad cabecera del grupo [Torres Escamez, 1992, p. 294].

Para realizar la conversión de las obligaciones en acciones, debe llevarse a cabo una ampliación de capital. También se podrían entregar acciones ya emitidas por la sociedad estando, en este caso, ante otra modalidad diferente que se ha venido llamando como obligaciones “canjeables”. En estos casos, no existe apoyo legal a esta figura, sin embargo, se ha venido utilizando para *“dar salida a la abundante autocartera de las grandes sociedades, sobre todo las financieras (...) en el supuesto de que el importe de la emisión de obligaciones fuese superior al de la autocartera, la conversión puede tener un carácter mixto, parte canjeable en acciones “viejas” y parte convertible en acciones “nuevas”* [Torres Escamez, 1992, p. 290]. En estos casos, el número de acciones a canjear se calcula *“teniendo en cuentas las condiciones establecidas (...) generalmente, consisten en una rebaja sobre el valor de la acción”* [Memento Contable, 2003, p. 713].

En cuanto al derecho de suscripción, existe derecho preferente²⁵⁰ en el momento de la emisión de las obligaciones convertibles, sin embargo, no existe derecho de suscripción

obligacionista en relación a dicho cambio medio, se señalan una o varias oportunidades para llevar a cabo la conversión y se establece un cambio mínimo por debajo del cual no se podrá llevar a cabo la conversión”.

²⁵⁰ Los derechos de suscripción preferente en estos casos corresponden tanto a los accionistas de la sociedad como a los titulares de obligaciones convertibles de emisiones anteriores, aunque éstos lo serán en la proporción que les corresponda según las bases de conversión (Art. 293.2 TRLSA).

preferente en la ampliación de capital para la conversión de las obligaciones en acciones, al ser uno de los casos de exclusión legal recogidos en el Art. 159.4 TRLSA. Aunque no se regula expresamente la posibilidad de excluir el derecho de suscripción preferente en el caso de la emisión de las obligaciones convertibles, la doctrina ha entendido que podría llevarse a cabo siguiendo las mismas normas y condiciones establecidas en el Art. 158 TRLSA para las ampliaciones de capital, ya que la propia Ley remite a dicho artículo para la regulación del citado derecho correspondiente a las obligaciones convertibles.

3.4.4. A través de intermediarios

Independientemente del método utilizado para la cobertura de los planes de opciones sobre acciones (autocartera o emisión de nuevas acciones), es frecuente que las empresas suscriban algún tipo de contrato con una o con varias entidades financieras para cubrir el riesgo financiero de este tipo de sistemas retributivos, como consecuencia de las oscilaciones de los precios que se producen, sobre todo, si la empresa cotiza en algún mercado de valores.

A pesar de que este tipo de contratos no es imprescindible si la cobertura del plan es realizada por la propia empresa, sí puede resultar conveniente si la empresa quiere evitar sobresaltos de última hora, por resultar muy caro para ella hacer frente tanto al mantenimiento de la cartera de valores en su poder como la realización de una ampliación de capital por debajo del valor de cotización, alternativa que no será financiada por ella sino que recae, en última instancia, en los accionistas, que puede que no estén muy conformes si se produce tal situación.

Cada vez es más frecuente que se contrate con las entidades financieras la realización completa de la cobertura del plan de opciones sobre acciones, entregadas a sus empleados, de forma que la entidad financiera se convierte en depositaria de las acciones que reservará hasta el momento del ejercicio de las opciones sobre aquellas por los beneficiarios, si es que se produce.

3.4.4.1. Cobertura indirecta

En este caso la empresa concedente del plan realiza la cobertura del mismo a través de la ampliación de capital o la constitución de una autocartera y, además, suscribe un contrato con una o varias entidades financieras. Estaríamos ante una especie de “seguro” que la empresa concedente del plan de opciones suscribe con una entidad financiera, por el que, a cambio de un determinado precio, la citada entidad asume el riesgo financiero del mercado por los cambios en los precios que superen el coste fijo de la operación.

El importe pagado a la entidad financiera normalmente se calcula “*según las estimaciones previas o iniciales realizadas sobre la prima o precio teórico de la opción de compra*” [Ibáñez, 2002, p. 2348] y se imputará a la cuenta de resultados, como un gasto, repartiéndose entre los ejercicios económicos que dure el plan de opciones.

Este método no deja de tener inconvenientes por cuanto la empresa debe llevar a cabo la ampliación de capital o adquirir las acciones en el mercado o utilizar su autocartera. De ahí que, cada vez más empresas acuden a instituciones financieras especializadas, para que sean éstas las que asuman todo el riesgo durante el período de duración del programa [Fondevila, 2001, p. 14].

3.4.4.2. Cobertura directa

Este método consiste en que uno o varios intermediarios financieros asumen la totalidad de la operación de cobertura del plan de opciones sobre acciones, pudiendo llevarse a cabo de diferentes formas:

- La entidad financiera puede acudir directamente al mercado y comprar acciones de la compañía para cubrir su posición o, bien, la propia entidad puede entregar directamente las acciones propias a la entidad financiera²⁵¹. La entidad se hará cargo de la

²⁵¹ Tal es el caso del Plan de Opciones establecido por el GRUPO FERROVIAL que en la comunicación de Hecho Relevante a la CNMV con fecha 30/03/2004, estableció que “*al objeto de cubrir las futuras apreciaciones del valor de las acciones de la Sociedad, el Consejo de Administración ha autorizado la formalización de la correspondiente cobertura con una entidad financiera (...). Para facilitar su instrumentación, Grupo Ferrovial, S.A. transmitirá a la entidad financiera referida hasta un máximo de 600.000 acciones procedentes de su autocartera actual*”.

cobertura del plan a cambio de un precio determinado que podría ser “*la prima de las opciones obtenida mediante el método de Black-Scholes*” [Córdoba, 2001, p. 177]. Cuando llegue el momento del ejercicio, la entidad emite opciones al precio pactado entre la empresa concedente del plan y sus beneficiarios, mientras que éstos deberán comunicar si deciden su ejecución o no. Este procedimiento presenta algunos inconvenientes tales como que:

- El coste de la prima al tener que calcularse sobre opciones a largo plazo, será alto, debido al valor temporal²⁵², lo que afectará a la cuenta de resultados de la sociedad y que, lógicamente, se reflejará en el valor de cotización de las acciones²⁵³.
- Si este tipo de cobertura es utilizado por empresas que no cotizan en bolsa, la utilización del método de Black-Scholes se hace muy complicado, porque una de las variables que utiliza este método es la volatilidad de los mercados por lo que si no hay mercados, no se puede disponer de esta variable.

Este supuesto presenta la ventaja de no tener que solicitar la admisión a cotización de las acciones, al tratarse de títulos que ya cotizan en bolsa [Álvarez y Areitio, 2004, p. 858].

- La entidad financiera acude a la ampliación de capital, previamente pactada con la empresa, suscribiendo las acciones correspondientes, que deberá conservar hasta que los beneficiarios decidan si ejercen o no las opciones sobre acciones llegada la fecha de vencimiento del plan²⁵⁴. En estos casos, se hace necesaria la exclusión del derecho

²⁵² Por ejemplo, para una empresa que cotiza en bolsa, con “*una prima del 20% (porcentaje bastante habitual) estaríamos hablando de 750.000 € de coste para 1.250.000 acciones a 3 euros por acción*” [Córdoba, 2001, p. 177].

²⁵³ “*La incidencia final dependerá del tamaño de la empresa; si es muy grande, probablemente este coste pasará inadvertido para los analistas; si es pequeña, puede suponer un porcentaje significativo de los resultados, y es casi seguro que se reflejará en la cotización*” [Córdoba, 2001, p. 176].

²⁵⁴ Estos contratos son llamados por Ibáñez [2002, p. 2348] como “*contratos de cobertura opcional*” en los que se establece “*la concesión por éstas (empresas pagadoras) a la primera (entidad financiera) de derechos de opción de compra irrevocables sobre las acciones emitidas en ampliaciones de capital suscritas por las agentes. Opciones que son subordinadas, mediadoras o indirectas, pues la verdadera opción principal, final o directa es la que finalmente ejercerán los beneficiarios del programa. La garantía consiste en la combinación de una compraventa de acciones de nueva emisión suscritas por las entidades garantes, unida a una opción de compra de la entidad pagadora sobre las mismas acciones, que ejerce en caso de ejercicio a su vez de la opción principal por los perceptores del ISO*”.

preferente a los antiguos accionistas, convirtiéndose en único suscriptor la entidad financiera.

- La entidad financiera acude a la emisión de obligaciones convertibles en acciones que igualmente deberá conservar hasta el momento del ejercicio de las opciones. También en este caso, se hace necesaria la exclusión del derecho preferente de suscripción para que la entidad beneficiaria sea la única suscriptora de las citadas obligaciones. Cuando llegue la fecha de ejercicio de las opciones, la entidad financiera podrá transmitir a los beneficiarios las obligaciones para su conversión automática o convertirá las obligaciones en acciones, transmitiendo éstas a los beneficiarios [Paz-Ares y Perdices, 2003, p. 75].

En cualquiera de los casos, si la entidad financiera compra en el mercado, recibe de la sociedad las acciones o acude a la ampliación de capital o a la emisión de las obligaciones convertibles en acciones, se establecerá un contrato entre ambas partes por el que, a cambio de un precio, la entidad financiera se compromete a conservar²⁵⁵ las acciones hasta el momento del ejercicio por parte de los beneficiarios [Córdoba, 2001, p. 177], es decir, se produce una inmovilización de las acciones, o como viene llamándolo la doctrina, un “aparcamiento de las acciones”, desde que se produce la adquisición de las acciones hasta el momento del ejercicio de las opciones por parte de los beneficiarios [Fernández del Pozo, 1999, p. 1461].

En este tipo de cobertura es normal que se establezcan determinadas cláusulas por las que la entidad financiera renuncia a ejercer los derechos políticos de las acciones, tales como la asistencia a las juntas celebradas, poniendo en evidencia que el papel desempeñado por la entidad financiera es únicamente de intermediario. Es posible que no todas las acciones sean adquiridas por los beneficiarios del plan retributivo, ante lo que el agente habrá convenido con la entidad que ésta se “*hará cargo de ese resto no adquirido, sea por la vía de configurar esas acciones como rescatables, sea simplemente concediendo un put o derecho de venta a favor del fiduciario frente a la emitente*” [Paz-Ares y Perdices, 2003, p. 76].

²⁵⁵ En estos casos, la entidad financiera realiza un papel muy similar al de los “trusts” anglo-norteamericanos [Fernández del Pozo, 1999, p. 1461].

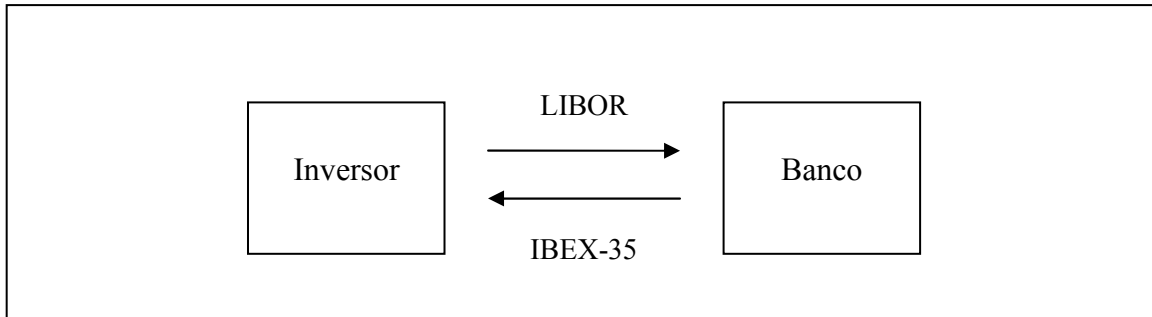
3.4.4.3. Cobertura financiera (swap)

Un “swap” es *“una transacción financiera en la que dos partes contractuales acuerdan intercambiar flujos monetarios en el tiempo. Estos flujos monetarios vienen determinados por la posición relativa entre el precio de mercado de algún activo financiero y otro precio de referencia”* [Casilda y Ponce, 1990, p. 50]. Los contratos de swap se encuentran negociados fuera de los mercados organizados (over the counter, OTC) y se realizan en función de las necesidades de las partes que lo integran, por lo que los datos relativos a importes principales, tipos de interés aplicables, vencimientos, etc., no están estandarizados [Charlo, 2005, p. 5].

El contrato de swap que normalmente viene utilizándose para la cobertura de los planes de opciones es el swap de acciones²⁵⁶ o “equity swap” en el que dos partes *“acuerdan intercambiarse, durante el período contractual fijados, dos flujos de pagos: el primero de ellos se calcula aplicando la variación porcentual de un índice bursátil, previamente acordado, más un diferencial fijo o “spread” sobre una cantidad nominal. El segundo flujo se computa aplicando un tipo de interés referencial a corto plazo sobre la misma cantidad nominal”* [Martín y De la Torre, 1994, p. 202]. En definitiva, lo que se produce es el intercambio del rendimiento de unas determinadas acciones o de un índice bursátil por una tasa de interés, fija o variable. El objetivo perseguido con el establecimiento de este sistema es *“garantizar a la sociedad concedente de las stock options la revalorización experimentada por las acciones subyacentes, durante el plazo de ejercicio de las stock options, con el rendimiento oportuno referenciado a otro instrumento financiero para un importe nominal igual al nominal de las acciones”* [Tapia Hermida y Tapia Frade, 2002, p. 138].

²⁵⁶ La forma en que se calculen los flujos de fondos en este tipo de operaciones da origen a los diferentes tipos de swap. Cuando para el cálculo de los mismos intervienen dos tasas de interés diferentes estamos ante un swap de tasa de interés (*interest rate swap*), cuando los principales estén expresados en diferentes monedas nos encontramos ante un swap de divisas (*currency swap*), cuando los flujos del swap estén calculados sobre el precio de una commodity, el mismo se conocerá como *commodity swap* y cuando el flujo de fondos esté ligado a evolución de un índice tendremos un *equity swap* [Perotti, 2005, p. 1].

GRÁFICO 3.1.
SWAP DE ACCIONES



Fuente: Barrio [2000, p. 43]

En concreto, para el tema que estamos tratando, los “equity swap” que surgen como consecuencia de los planes de opciones sobre acciones se utilizan para cubrir el riesgo asociado a la posible diferencia entre el precio de ejercicio de las opciones sobre acciones y la futura cotización de las acciones en el mercado, por lo que el swap estará referido a las acciones de la compañía en lugar de utilizar un índice bursátil. Los flujos que normalmente se establecen entre la sociedad y la entidad financiera son los siguientes:

1) Pagos de la empresa:

- El importe nocional (N° acciones x Precio Ejercicio (éste suele coincidir con el valor de cotización en el momento de la entrega)).
- Tipo de interés variable sobre el importe nocional (por ejemplo, EURIBOR + diferencial).

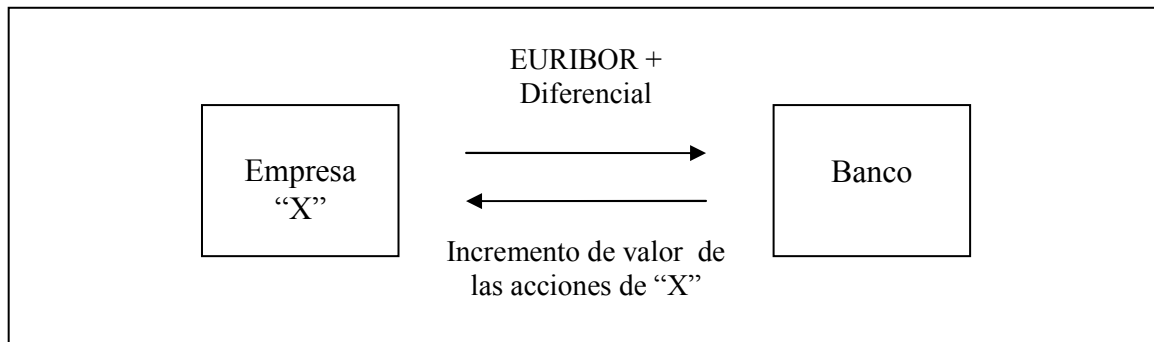
2) Pagos de la entidad financiera:

- El importe final (N° acciones x Precio final de cotización).

Además, normalmente, se incluye la condición de que la entidad financiera entregue los derechos económicos correspondientes a las acciones sobre las que se ha constituido el contrato de “equity swap” (puede verse el caso de Gamesa en los estados financieros del ejercicio 2003, etc.).

Teniendo en cuenta que la liquidación se hace por diferencias, el intercambio de flujos que finalmente se produce es el pago de un tipo de interés variable por parte de la empresa, a cambio del cual la entidad financiera pagará la diferencia entre el precio final de cotización y el precio de ejercicio multiplicado por el número de acciones, en el caso de que el precio de cotización sea superior al del ejercicio de las opciones. En caso contrario, será la sociedad quien deberá entregar la diferencia a la entidad financiera.

GRÁFICO 3.2
SWAP DE ACCIONES COMO COBERTURA DE UN PLAN DE OPCIONES
SOBRE ACCIONES



Fuente: Elaboración propia.

Este tipo de operaciones financieras se incluyen dentro de los contratos establecidos entre la empresa otorgante del plan de opciones y la entidad financiera, como una cláusula más, que ambas partes se comprometen a cumplir, de tal forma que, puesto que la entidad agente no tiene por finalidad ser socio de la empresa que concede el plan, renuncie a los derechos económicos tales como los dividendos que puedan originar las acciones en el período que transcurra entre la fecha de adquisición o suscripción de las acciones hasta la fecha de vencimiento o ejercicio de las opciones sobre acciones.

Así, en el Plan de Opciones de Puleva, cuya cobertura se realizó con una ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción, se designó como entidad suscriptora de la citada ampliación a Caja Madrid, siendo esta entidad la depositaria de las acciones hasta el momento de la ejecución de las acciones. En virtud del contrato firmado entre Puleva y Caja Madrid, ésta última *“no tendrá ningún derecho político sobre las acciones procedentes de la ampliación; y por otro lado, los derechos económicos que*

podiera percibir procedentes de dichas acciones serán devueltos a Puleva mediante una permuta financiera, en la que se compensará por un lado el coste de financiación al EUROBIR + 0,50 % que le supone a Caja Madrid suscribir la ampliación de capital, y por otro lado los derechos económicos que pueda percibir Caja Madrid por la tenencia de las acciones procedentes de la ampliación de capital”²⁵⁷. De esta forma, lo que se produce es el intercambio del rendimiento de las acciones adquiridas por Caja Madrid a cambio de una tasa de interés variable, en este caso, el EURIBOR + 0,50%.

3.5. EL ACTIVO SUBYACENTE DEL PLAN DE OPCIONES: LAS ACCIONES.

Aunque es muy habitual que se produzca la entrega de acciones ordinarias a los beneficiarios de los planes de opciones sobre acciones, también es posible entregar otro tipo de acciones.

Así es posible la entrega de acciones sin voto, que presentan la ventaja de evitar el desequilibrio accionarial al no permitir la participación en las decisiones de la junta general. En los últimos tiempos han surgido como novedad en nuestro Derecho de Sociedades las acciones rescatables que se caracterizan por ser amortizables cuando transcurra un determinado período de tiempo.

En cualquier caso, la decisión de entregar uno u otro tipo de acciones, dependerá del objetivo perseguido por la empresa al establecer el plan de opciones.

3.5.1. Acciones ordinarias

Normalmente, los planes de opciones sobre acciones tienen como activo subyacente acciones ordinarias. Ahora bien, qué se entiende por acciones ordinarias. No existe “*un contenido específico que identifique a una acción ordinaria. No obstante, en términos generales, puede afirmarse que las acciones ordinarias son aquellas que atribuyen a sus titulares la posición común de socios. Ésta vendrá integrada por los derechos mínimos*

²⁵⁷ Folleto Informativo completo de Puleva. Modelo RV de ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente, 13 de septiembre de 1999, p. 7.

enunciados en el artículo 48 LSA, los restantes derechos y obligaciones reconocidos en la Ley, así como aquellos otros de carácter estatutario que no vulneren los artículos 1255 Cc y 10 LSA” [Fernández-Albor, 2001b, p. 486].

Los derechos mínimos que deben tener las acciones ordinarias vienen recogidos en el Art. 48 del TRLSA y se pueden dividir en dos tipos, derechos económicos y derechos políticos [Fernández-Albor, 2001b, p. 469].

1) Derechos mínimos económicos:

Derecho al dividendo

El dividendo es la rentabilidad ordinaria del accionista cuyo reparto depende de la decisión de la Junta General Ordinaria de la sociedad. En el acuerdo de reparto establecido por la Junta General se recogerá tanto el momento como la forma de pago que, en cualquier caso, deberá ser proporcional al capital desembolsado (Art. 215 TRLSA). También es posible la entrega de dividendos a cuenta aunque, para ello, deben cumplirse ciertos requisitos recogidos en el Art. 216 TRLSA²⁵⁸.

La obligación del pago de dividendos no significa necesariamente “*una deuda de dinero, sino más bien ha de entenderse como una deuda de valor. Por ello, puede afirmarse que el pago de los dividendos no tendrá necesariamente que efectuarse en metálico. Podrá efectuarse por medio de entregas in natura, o incluso acudiendo a la técnica de la reinversión del dividendo*” [Fernández-Albor, 2001b, p. 474].

²⁵⁸ El citado artículo recoge que “*distribución entre los accionistas de cantidades a cuenta del dividendo sólo podrá acordarse por la Junta General o por los administradores bajo las siguientes condiciones:*

- a) *Los administradores formularán un estado contable en el que ponga de manifiesto que existe liquidez suficiente para la distribución. Dicho estado se incluirá posteriormente en la Memoria.*
- b) *La cantidad a distribuir no podrá exceder de la cuantía de los resultados obtenidos desde el fin del último ejercicio, deducidas las pérdidas procedentes de ejercicios anteriores y las cantidades con las que deban dotarse las reservas obligatorias por ley o por disposición estatutaria, así como la estimación del impuesto a pagar sobre dichos resultados.*

*Derecho preferente de suscripción*²⁵⁹

Ante ampliaciones de capital²⁶⁰ realizadas por la empresa y emisiones de obligaciones convertibles, los accionistas ordinarios tendrán derecho a suscribir “*un número de acciones proporcional al valor nominal que posean*” (Art. 158 TRLSA). Este derecho de suscripción tiene una doble vertiente: económica y política, “*su vertiente política se ejercitará por medio de la suscripción de las nuevas acciones; la económica, a través de la negociación del cupón*” [Fernández-Albor, 2001b, p. 475]. En el caso de la venta de los derechos de suscripción, que debe estar sujeta a las condiciones establecidas para las acciones de las que derivan, se obtiene “*un importe económico equivalente a una renta. De esta manera, compensa la pérdida de valor de las acciones antiguas con el efectivo percibido por la venta de los derechos*” [Mascareñas y Chacón, 1998, p. 151].

Sería posible que la Junta General acordase la exclusión de dicho derecho, siempre y cuando se cumplan los requisitos recogidos en la Ley y, entre los que se puede destacar, el que exista un “*interés social*” que justifique dicha supresión²⁶¹.

Derecho a la cuota de liquidación

El Art. 48 TRLSA recoge como uno de los derechos de los accionistas ordinarios el de “*participar en el patrimonio resultante de la liquidación*”. Con respecto al reparto, se estará a lo recogido en los estatutos, una vez satisfechos todos los créditos contra la sociedad o, en su defecto, se hará en función del importe nominal de las acciones que posean (Art. 277 TRLSA).

²⁵⁹ El derecho preferente de suscripción es considerado por Gallegos *et al.* [2000, p. 91] y Cervera Oliver [2002, p. 6] como un derecho mixto:

- Es político porque permite a los antiguos accionistas mantener su porcentaje de voto.
- Es económico porque corrige el “efecto dilución” que se produce en las ampliaciones de capital sobre el valor teórico de la acción como consecuencia de la pérdida de participación en las reservas constituidas con cargo a beneficios no distribuidos correspondientes a los antiguos accionistas.

²⁶⁰ Si la ampliación de capital está liberada con cargo a reservas, el derecho de suscripción se denomina “*derecho de asignación gratuita*” [CNMV, 2002b, p. 11].

²⁶¹ Puede verse el epígrafe 3.4.2.3. *Exclusión del derecho de suscripción preferente.*

2) Derechos mínimos políticos:

Derecho de asistencia a las Juntas Generales

Todos los accionistas pueden asistir a las Juntas que celebre la sociedad. Sin embargo, los estatutos podrán condicionar el derecho de asistencia a la Junta General, a la legitimación anticipada del accionista, demostrando que son accionistas desde al menos 5 días antes de la convocatoria de la Junta. Asimismo, los estatutos podrán exigir la posesión de un número mínimo de acciones para asistir a la Junta General sin que, en ningún caso, el número exigido pueda ser superior al uno por mil del capital social (Art. 105 TRLSA).

Por otra parte, se permite tanto la agrupación de las acciones para la asistencia a las juntas (Art. 105.3 TRLSA) como la representación en aquéllas por otra persona, aunque ésta no sea accionista (Art. 106 TRLSA).

Derecho al voto

Es el derecho mediante el que todos los socios pueden participar en la adopción de acuerdos sociales en la Junta de Accionistas, se trata, “*del principal derecho político del accionista, toda vez que constituye el instrumento por medio del cual se contribuye a la formación de la voluntad social*” [Fernández-Albor, 2001b, p. 478].

Para el ejercicio del derecho al voto también se permite la agrupación de las acciones y la representación por parte de otra persona, si bien, los estatutos pueden limitar esta última facultad.

Derecho de información

Los accionistas tienen derecho a obtener información sobre la situación de la empresa. A partir del séptimo día anterior al previsto para la celebración de la junta, los accionistas podrán solicitar de los administradores las cuentas anuales y el informe de gestión, así como cualquier aclaración acerca de los puntos comprendidos en el orden del día, cualquier otra información que estimen pertinentes, o formular por escrito las preguntas convenientes. Asimismo, durante la celebración de la Junta, los accionistas de la sociedad podrán solicitar verbalmente las informaciones o aclaraciones que consideren

oportunas acerca de los asuntos comprendidos en el orden del día. Sólo en el caso de que la publicidad de la información requerida perjudique los intereses sociales se permite no proporcionar la información requerida (Art. 112 TRLSA).

Este derecho debe considerarse un derecho político personal e individual, que tiene como objetivo permitir al socio participar “*en la vida social, así como ejercitar el derecho al voto en condiciones que garanticen un adecuado conocimiento de los asuntos sobre los que se va a pronunciar la sociedad*” [Fernández-Albor, 2001b, p. 480].

Derecho de impugnación de acuerdos sociales

Podrán ser impugnados los acuerdos de las Juntas que sean contrarios a la Ley, se opongan a los estatutos o lesionen, en beneficio de uno o varios accionistas o de terceros, los intereses de la sociedad. Serán nulos los acuerdos contrarios a la ley y, anulables, los demás acuerdos. La acción de impugnación de los acuerdos nulos caducará en el plazo de un año y para los acuerdos anulables, a los cuarenta días.

Entre otros derechos reconocidos para los tenedores de acciones ordinarias podemos destacar los siguientes:

- Derecho de transmisión de acciones. Se trata de un derecho fundamental del accionista por el que se le atribuye a éste “*la posibilidad de transmitir libremente sus acciones dando entrada en la sociedad al adquirente*” [Recalde, 2001, p. 607]. La legislación permite establecer restricciones estatutarias a la transmisión, siempre que se establezcan sobre acciones nominativas y estén expresamente impuestas en los estatutos. Ahora bien, serán nulas las cláusulas estatutarias que hagan prácticamente intransmisibles las acciones.

- Derecho de separación. Los accionistas tendrán derecho a recibir el importe de sus acciones en los siguientes casos²⁶²:

- Cuando se produzca la sustitución del objeto social.

²⁶² Recogidos en los Art. 147, 149 y 225, respectivamente, del TRLSA.

- Cuando se produzca el cambio de domicilio de la sociedad al extranjero.
- Cuando se produzca la transformación de la sociedad anónima en sociedad colectiva o comanditaria.

- Derecho de convocatoria de la Junta. Los accionistas que representen, al menos, un 5% del capital social podrán solicitar a los administradores la celebración de la Junta General, expresando en la solicitud los asuntos a tratar en la misma. En este caso, la Junta deberá ser convocada para celebrarse dentro de los 30 días siguientes a la fecha en que se hubiera requerido notarialmente a los administradores para convocarla. Si la Junta General no fuera convocada dentro del citado plazo, podrá serlo por el Juez de Primera Instancia del domicilio social de la empresa.

- Derecho de representación proporcional en el Consejo de Administración. La elección de los miembros del Consejo se efectuará por medio de votación. A estos efectos, las acciones que voluntariamente se agrupen, hasta constituir una cifra del capital social igual o superior a la que resulte de dividir este último por el número de vocales, tendrán derecho a designar²⁶³ los que, superando fracciones enteras, se deduzcan de la correspondiente proporción²⁶⁴.

- Derecho de ejercitar la acción de responsabilidad individual contra administradores en el caso de actos realizados por éstos que lesionen directamente los intereses de aquéllos (Art. 134 TRLSA).

²⁶³ Este derecho de representación proporcional en el Consejo estará limitado en el caso en que exista alguna restricción recogida en los estatutos (blindajes) [CNMV, 2002b, p. 13].

²⁶⁴ Por ejemplo, si una sociedad tiene un Consejo de Administración formado por 20 personas y un accionista posee el 5% de las acciones, podrá hacer uso de su derecho y designar, en este caso, a un miembro del Consejo [Mascareñas y Chacón, 1998, p. 108].

CUADRO 3.4
DERECHOS OTORGADOS A LAS ACCIONES ORDINARIAS

TIPO	DERECHOS
ECONÓMICOS	Derecho al dividendo
	Derecho preferente de suscripción
	Derecho a la cuota de liquidación
POLÍTICOS	Derecho de asistencia a las Juntas Generales de Accionistas
	Derecho al voto
	Derecho de información
	Derecho de impugnación de los acuerdos sociales
OTROS	Derecho de transmisión de acciones
	Derecho de separación
	Derecho de convocatoria de la Junta
	Derecho de representación proporcional en el Consejo de Administración
	Derecho de ejercitar la acción de responsabilidad individual contra administradores en caso de actos realizados por éstos que lesionen directamente los intereses de aquéllos

Fuente: Elaboración propia.

3.5.2. Acciones sin voto

Las acciones sin voto, que se hayan reguladas por los Art. 90, 91 y 92 del TRLSA²⁶⁵ son verdaderas acciones [Martín García, 2006, p. 463] que atribuyen a sus poseedores la condición de socios, otorgándoles los mismos derechos que a los poseedores de acciones ordinarias, a excepción del derecho al voto.

La ausencia del derecho de voto en este tipo de acciones queda compensada con una mayor rentabilidad económica, ya que tendrán derecho a percibir un dividendo adicional, aparte del dividendo ordinario que es común a todas las acciones, es decir, *“cuando se reconozca a las acciones sin voto su dividendo mínimo y quede beneficio suficiente para distribuir dividendos a las acciones ordinarias, también se deberá*

²⁶⁵ Artículos modificados por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores y por la Ley 50/1998, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social.

reconocer ese mismo dividendo a las acciones sin voto, que para ellas tendría la significación de dividendo complementario” [Larriba, 1999, p. 29].

Al igual que el dividendo ordinario, el adicional, sólo se pagará si hay beneficios en cuantía suficiente y cuando sea legalmente posible, si bien tendrá carácter preferente con respecto al dividendo ordinario. Otras características que presenta el dividendo adicional es que es anual, puede ser fijo o variable²⁶⁶ y tiene que estar determinado en los estatutos sociales. Para las sociedades no cotizadas, si no se puede pagar tal dividendo durante un año, debe ser pagado durante los cinco años posteriores, mientras que en las sociedades cotizadas, con respecto a la acumulación del dividendo, se estará a lo dispuesto en los estatutos.

Mientras no se satisfaga el dividendo adicional a las acciones sin voto por parte de las sociedades no cotizadas, el derecho al voto es restaurado “*como medida de sanción contra la sociedad*” [Mascareñas y Chacón, 1998, p. 103]. Dicha medida no es recogida por la legislación para las entidades cotizadas, para las que se estará a lo dispuesto en los estatutos, los cuales pueden establecer la recuperación del derecho de voto en caso de impago del dividendo o “*podría establecerse que no se recupera hasta transcurrido un determinado número de ejercicios sin reparto del dividendo mínimo. Podría asimismo establecerse que el voto no se recupera si la sociedad se limita parte del dividendo mínimo, o si satisface al menos el dividendo ordinario*” [Fernández-Albor, 2001a, p. 895]. Esta no es la única situación en la que es posible restaurar el derecho al voto, existiendo otras, recogidas en la legislación²⁶⁷.

Las acciones sin voto además del dividendo adicional, tienen otros derechos especiales. Así, tienen un derecho preferente en la liquidación de la sociedad que consiste en obtener el reembolso de sus aportaciones antes que el resto de las acciones. Además, no

²⁶⁶ Las referencias contenidas en la legislación a que el dividendo puede ser fijo o variable no significa “*que la remuneración de las acciones sin voto pueda ser de carácter fijo (renta o interés) o variable (dividendo por resultado de explotación). Significa sencillamente que el módulo que se aplique para la determinación de las cantidades a distribuir puede aludir a importes fijos (v. gr. x por 100 del capital suscrito de las acciones sin voto) o variable (v. gr. x por ciento de los beneficios distribuibles)*” [Fernández-Albor, 2001a, p. 886].

²⁶⁷ Otras situaciones en las que es restaurado el derecho al voto son: cuando se pretenda realizar una modificación estatutaria que lesione los derechos de las acciones sin voto (Art. 92.3), por la reducción del capital social por pérdidas con amortizaciones de todas las acciones ordinarias (Art. 91.2) o por la constitución de la Junta General universal donde es necesaria la presencia de todo el capital social y la aceptación por unanimidad de la celebración de la junta (Art. 99).

quedarán afectadas por reducciones de capital por pérdidas, salvo cuando el importe de dicha reducción supere el valor nominal de las restantes acciones.

En principio, este tipo de acciones, ante una ampliación de capital, suponen derecho de suscripción preferente, sin embargo, para las sociedades cotizadas, la legislación establece que se estará a lo dispuesto a los estatutos (Art. 91.4 TRLSA), interpretando la doctrina que la libertad estatutaria no se refiere al hecho de suprimir el derecho de suscripción, sino a la posibilidad de establecer *“algún tipo de preferencia en relación con las distintas categorías de acciones que la sociedad pueda tener emitidas”* [Alonso Ledesma, 1999, p. 26].

Por otra parte, la legislación establece un límite cuantitativo para este tipo de acciones, de forma que el importe nominal de las acciones sin voto no puede ser superior a la mitad del capital social desembolsado. Este límite ha sido criticado, ya que puede *“resultar variable en función de que el capital con voto suscrito se vaya desembolsando progresivamente. En este sentido, por tratarse de una disposición de interés público, hubiera sido preferible establecer la referencia en función del capital con voto suscrito”* [Fernández-Albor, 2001a, p. 882].

La posibilidad de utilizar este tipo de acciones para ser entregadas a los beneficiarios de los planes de opciones está respaldada por el hecho de mantener el equilibrio accionarial, de forma que no participarán en las decisiones de la junta general, aspecto que puede resultar interesante tanto a la empresa como a sus ya accionistas [Bellvehí, 2002b, p. 61]. Por su parte, los beneficiarios verán recompensados la supresión del derecho con la percepción de un dividendo privilegiado con respecto a las acciones ordinarias.

Para que la empresa decida entregar este tipo de acciones tendrá que analizar el objetivo establecido en el Plan, ya que si lo que se pretende es hacer partícipes a los beneficiarios en el devenir de la empresa, deberá entregar acciones ordinarias, sin embargo, si lo que pretende es tan sólo un incentivo económico, este tipo de acciones puede ser el mejor instrumento.

3.5.3. Acciones rescatables

Las acciones rescatables suponen una figura nueva²⁶⁸ en nuestro Derecho de Sociedades, que sólo puede ser utilizada por las sociedades cotizadas²⁶⁹, y que se definen como acciones “*que la propia sociedad puede rescatar o amortizar en determinados momentos, reembolsando su valor al accionista. Se trataría, pues, de acciones con vencimiento determinado*” [Mascareñas y Chacón, 1998, p. 102]. Esta figura ha suscitado gran polémica en nuestro país, ya sea porque nuestro ordenamiento no es equiparable al británico (de donde proceden) o ya sea porque “*dichas acciones no satisfacen para nada la noción de capital social, sino que, por esa significación intrínsecamente potestativa y favorable al accionista (el rescate se deja en manos del interesado) constituyen para la sociedad pasivo exigible en estado puro*” [Sánchez Calero, 1999, p. 12]. En contra, García-Cruces [2001a, p. 913] opina que los titulares de dichos valores no pueden ser considerados como terceros acreedores sino como “*auténticos socios, pero con la particularidad de conocer de antemano que el riesgo societario que asume va a venir excluido y la recuperación de su inversión va a producirse como consecuencia del cumplimiento de una condición o del vencimiento del plazo y no como resultado de la transmisión de los valores*”. Por su parte, Alonso Ledesma [1999, p. 28] considera a esta figura desde un punto de vista económico o financiero como un valor híbrido o mixto “*dada la dificultad de delimitar claramente la línea de separación entre acciones y obligaciones entre sus diferentes variantes*”.

En principio, que una acción nazca para ser recuperada por la sociedad no le atribuye la característica de ser especialmente atractiva para el inversor, sobre todo cuando no se indica expresamente por qué valor tiene que ser recuperada, por lo que será aconsejable para la sociedad emisora el que otorgue a este tipo de acciones algún privilegio económico durante su vida. Así, en palabras del Profesor Larriba [1999, p. 34] “*nada impide que las acciones rescatables se emitan añadiendo las condiciones de las acciones*

²⁶⁸ Introducida por la Disposición Adicional 15ª de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Esta figura ya se recogió en el Anteproyecto de Ley de Reforma de enero de 1987 pero finalmente no se recogió en la legislación definitiva, entre otros, por la oposición de parte de la doctrina [Villacorta, 2004a, p. 540].

²⁶⁹ En opinión de Villacorta [2004a, p. 548] el derecho de rescate “*sólo tiene sentido si no se encuentra en un mercado de referencia donde el inversor pueda recuperar su inversión. Por esta razón, no parece compatible la idea de acciones rescatables que coticen en bolsa*”. En contra, García y Navazo [2000, p. 10] opinan que “*las acciones rescatables deben cotizar en bolsa, sin que puedan emitirse fuera del mercado bursátil*”.

sin voto, con lo que se les podría reconocer el dividendo mínimo al que tienen derecho estas acciones a cambio de no tener derecho al voto, todo lo cual no es incompatible con el hecho de seguir siendo acciones rescatables". En términos similares, Alonso Ledesma [1999, p. 29] interpreta que *"en nuestro ordenamiento caben, pues, acciones rescatables ordinarias y privilegiadas cualquiera que sea, en este último caso, la modalidad del privilegio dentro de los que, claro está, admite nuestro derecho"*.

El uso de este tipo de acciones puede permitir, por un lado, a las sociedades obtener financiación que se irá amortizando según las necesidades de la empresa [Bellvehí, 2002b, p. 63; Villacorta, 2004a, p. 547] y, por otro ser una medida ante la formulación de OPAS hostiles *"(i) bien porque la amortización de acciones subsiguiente al rescate modifique a favor de aquel grupo las proporciones de participación en el capital, incrementando su peso relativo en el accionariado, (ii) bien porque la amortización permita retirar del mercado acciones que en otro caso podrían ser adquiridas por el oferente hostil"* [Yanes, 2004, p. 62].

Para la emisión de este tipo de acciones la legislación no determina cuál es el órgano que debe acordar la emisión de las acciones. A pesar del silencio legislativo, *"el hecho de que se trate de un aumento del capital, en el que, además, se va a determinar una reducción de capital, hace que sea competencia de la Junta General"* [Zubiri, 2000, p. 116], opinión que es compartida por gran cantidad de autores²⁷⁰.

El acuerdo de emisión debe recoger las condiciones de la recuperación de las acciones y el precio o la forma de determinarlo²⁷¹ (Art. 92 bis TRLSA). Asimismo, se deberá reconocer el derecho de suscripción preferente a los antiguos accionistas de la sociedad emisora, salvo que se les excluya expresamente cumpliendo, en este caso, los requisitos del Art. 159 TRLSA. También es posible e, incluso, conveniente la emisión de estas acciones con prima sobre todo cuando se excluya el derecho de suscripción de los antiguos accionistas.

²⁷⁰ Entre otros, Alonso Ledesma [1999, p. 34], García-Cruces [1999, p. 6], Sánchez Andrés [1999, p. 22], Yanes [2004, p. 135] y Martín García [2006, p. 506].

²⁷¹ Puesto que este tipo de acciones sólo puede utilizarse por las sociedades cotizadas, Larriba [1999, p. 35] considera que *"el rescate se deberá producir por el valor que alcancen en el mercado las acciones en el momento en que se tenga que proceder al mismo"*, si bien, también propone otros valores tales como *"el valor nominal de las acciones, el importe desembolsado en el momento de la suscripción u otro valor que se determine en el momento de la suscripción"*.

Por lo que se refiere a la voluntad en virtud de la cual van a ser recuperadas las acciones, la Ley menciona tres posibilidades²⁷²:

a) A solicitud de la sociedad emisora.

A pesar de ser el caso más común, la norma no indica cómo deberá llevarse a cabo el rescate, tan sólo se recoge que el rescate no puede producirse antes de que transcurran tres años a contar desde la emisión (Art. 92 bis, punto 3). Esta exigencia debe interpretarse como una medida de protección a favor de los inversores, ya que si se permitiese el rescate en cualquier momento este tipo de acciones se convertiría en un instrumento de especulación para la sociedad emisora [Alonso Ledesma, 1999, p. 36; Martín García, 2006, p. 509].

b) A solicitud de los titulares de las acciones.

No suele darse en la práctica a pesar de que legalmente se recoja esta posibilidad [Alonso Ledesma, 1999, p. 38]. En cualquier caso, el cómo deba ejercitarse ese derecho de rescate es algo que la sociedad tiene que determinar en el momento de la emisión de las acciones. De recogerse esta posibilidad, parece aconsejable que el ejercicio se produjese mediante un acto colectivo²⁷³, ya que sería complicado que la empresa tuviese que determinar su capital social cada vez que un socio quiera ejercer su derecho de rescate [Zubiri, 2000, p. 120; Villacorta, 2004a, p. 552].

²⁷² “Pese al silencio de la ley, debe admitirse también la posibilidad de acciones rescatables a término o bajo condición, situaciones en las cuales el factor desencadenante de la redención se independiza de la voluntad de las partes (...) Cabe imaginar, no obstante, la posibilidad de establecer calendarios de amortización de las acciones emitidas, de un modo similar a los recogidos en la amortización de obligaciones” [Martín García, 2006, p. 511].

²⁷³ El hecho de que el acto colectivo sea lo más razonable no quiere decir que la ley lo exija, “nada impide, a mi juicio, que en dichas condiciones se establezca la posibilidad de rescate a opción del titular de las acciones mientras la sociedad se encuentre dentro del límite legal del 10% previsto en el Art. 75.2 TRLSA para la adquisición derivativa de las acciones propias (...). Las acciones rescatables recuerdan a las obligaciones o, más exactamente, a las obligaciones convertibles en acciones por lo que se podría acudir a la aplicación analógica del régimen de las mismas” [Zubiri, 2000, p. 120].

c) A solicitud de ambas partes.

Esta posibilidad presenta todavía más dificultades. Para que sea viable en la práctica esta posibilidad, la sociedad establecerá unos plazos de amortización y permitirá a los accionistas acogerse a la amortización de su emisión o no. Todo esto debe quedar determinado en el acuerdo de emisión, siendo conveniente establecer algún tipo de beneficio económico que sirviera de atractivo para forzar la voluntad de los accionistas a concurrir al rescate. Podría ser aconsejable que se combinara este sistema de rescate con el establecido a voluntad de la sociedad, de tal forma que, hasta una determinada cantidad, se rescataran las acciones a voluntad de ambas partes y la parte que exceda de dicha cantidad, o una vez transcurrido un determinado período de tiempo, fuera la sociedad la que ejercitara la facultad de rescate.

Las acciones en circulación deben estar íntegramente desembolsadas en el momento de la emisión y suscripción de las rescatables, aspecto que está justificado por el hecho de que este tipo de acciones tienen como objetivo financiar a las sociedades cotizadas.

Otros requisitos que deben cumplir las emisiones de acciones rescatables son, por un lado, que el límite temporal se fija en tres años²⁷⁴ (Art. 92 bis) y, por otro, que el importe nominal no puede ser superior a la cuarta parte del capital social. Con respecto a este último, se detectan varias imprecisiones [Larriba, 1999, p. 31] tales como que no especifica si se refiere al capital social antes o después de la emisión de acciones rescatables ni se precisa si se refiere al capital social emitido o al capital desembolsado. Ante la falta de especificación por parte de la legislación, diversas son las opiniones expresadas al respecto. Así, Zubiri [2000, p. 122] opina que debería considerarse el capital social que figure en los estatutos no debiendo distinguirse entre suscrito y desembolsado. En contra, Yanes [2004, p. 123] aboga por utilizar el capital efectivamente desembolsado

²⁷⁴ La finalidad del plazo es garantizar un período de estancia del accionista en la sociedad para que durante el mismo pueda disfrutar de los derechos sociales. Si el plazo es largo o corto dependerá de la situación y perspectivas que tenga la sociedad. Por sí solo el plazo de 3 años no favorece a los titulares de este tipo de acciones. Este plazo tiene como función evitar que la sociedad emita este tipo de acciones y las rescate en el primer momento favorable para ella sin permitir ningún tipo de beneficio para el socio. En este sentido es favorable pero debería ir acompañado de alguna otra medida como la garantía de disfrute de beneficios económicos, combinándolo, por ejemplo, con algún privilegio económico semejante al que se preveía antes de la reforma de 1998 para las acciones sin voto o alguno de los privilegios previstos en el Art. 50 TRLSA.

en el momento de la emisión. Por su parte, García-Cruces [2001a, p. 929] considera que deberían excluirse del cálculo del nominal aquellas acciones que no estuviesen admitidas a cotización en un mercado secundario oficial.

En cualquier caso, es preciso especificar que, para llevar a cabo el rescate de este tipo de acciones, se determinan tres medios de amortización:

1) Con cargo a beneficios o a reservas libres.

Si se amortizan las acciones con cargo a beneficios o a reservas libres, *“la sociedad deberá constituir una reserva por el importe del valor nominal de las acciones amortizadas”* (Art. 92 ter, punto 2 TRLSA). La legislación no establece qué tipo de reserva debe utilizarse ni cuál debe ser el carácter de disponibilidad de la citada reserva, aunque se entiende que debe ser similar a la reserva exigida en los procesos de reducción de capital [Larriba, 1999, p. 35], regulada en el Art. 167.3 TRLSA. En estos casos la sociedad debe constituir una reserva por el importe del valor de las acciones amortizadas que tiene como objetivo *“proteger a los terceros y, en especial, conseguir que la función protectora que venían atendiendo la concreta cifra de capital se mantenga para quienes se habían relacionado con la sociedad antes de que ésta redujera aquella cifra y que ahora será cumplida con la cobertura patrimonial de la reserva requerida”* [García-Cruces, 2001a, p. 940]. En los supuestos de reducción de capital, la característica fundamental de dicha reserva es precisamente su indisponibilidad, aspecto que no se ha recogido expresamente en la normativa para las acciones rescatables, ante lo cual se podría interpretar que dicha reserva es perfectamente disponible, situación que ha llevado a la doctrina a interpretar que debe tener el mismo carácter indisponible que las recogidas en los casos de reducción de capital [Alonso Ledesma, 1999, p. 43; Villacorta, 2004a, p. 555; Martín García, 2006, p. 513].

2) Con la emisión de acciones nuevas.

La emisión deberá ser acordada por la Junta General con la finalidad concreta de financiar la operación de amortización. El procedimiento, similar a una operación “acordeón” inversa, consiste en elevar la cifra del capital social en la suma de las acciones

que fueran a ser rescatadas y después, y en ese mismo acto, acordar la reducción del capital social en dicha cifra, quedando la cifra del capital social definitivamente intacta, por lo que los acreedores no ven alterada la magnitud que les sirve de garantía.

La posibilidad de utilizar la ampliación de capital para llevar a cabo la amortización ha llevado a plantear la posibilidad de realizar dicha ampliación con el carácter de rescatables [García-Cruces, 2001a, p. 940; Yanes, 2004, p. 187]. La falta de prohibición podrá hacer pensar en su licitud, sin embargo, García-Cruces [2001a, p. 940] hace un llamamiento sobre el *“riesgo de tal proceder, en especial si la sociedad decidiera una especie de huida hacia delante y financiara el rescate – de forma indefinida – contrayendo una nueva obligación de redimir – y así sucesivamente – los nuevos valores emitidos”*.

3) Por la reducción del capital mediante devolución de aportaciones.

Esta forma de reducción sólo se llevará a cabo si no es posible utilizar alguna de las dos formas anteriores y, en ese caso, se estará a lo dispuesto en los Art. 164 y 166 del TRLSA, operando en estos casos el derecho de oposición de los acreedores sociales. El problema que podría plantearse es que los acreedores se opongan a la reducción de capital ante lo cual la sociedad no podría llevar a cabo la reducción de capital y estaríamos ante *“un supuesto de incumplimiento por parte de la sociedad de su obligación de rescate”* [Alonso Ledesma, 1999, p. 44].

La utilización de este tipo de acciones para ser entregadas a los beneficiarios de un plan de opciones sobre acciones supone un aliciente para la sociedad y para los antiguos accionistas, ya que además de evitar la dilución del capital social, se evita que las acciones acaben en manos de terceros ajenos a la empresa, por la venta en el mercado tras el ejercicio de los derechos de opción. Sin embargo, suponen un inconveniente para los beneficiarios, ya que éstos sólo podrán conservar las acciones durante un determinado período de tiempo determinado, transcurrido el mismo, deberán ser rescatadas por la sociedad forzosamente, situación que puede no incentivar a los trabajadores, involucrándose menos en la marcha de la empresa. Este inconveniente puede ser salvado si se van elaborando *“planes retributivos inmediatamente sucesivos, de tal modo que coincida en el tiempo el rescate de las acciones del anterior con la entrega de las acciones*

del plan siguiente, con lo que el beneficiario siempre ostentará la misma participación en el capital de la sociedad, involucrándose en su marcha y periódicamente hará líquidas sus acciones mediante la amortización de las mismas” [Bellvehí, 2002b, p. 64]. También podría ser evitado si se permite convertir las acciones rescatables en ordinarias a medida que se vayan ejerciendo las opciones, dejando la posibilidad del rescate para aquellas opciones que no sean ejercitadas por sus beneficiarios. La conversión de acciones rescatables en ordinarias no está recogida expresamente en nuestro ordenamiento, sin embargo, *“no creemos que hubiera inconveniente en admitir esta transformación si así se hubiera acordado en las condiciones de emisión ya que, a salvo los límites prescritos legalmente, se deja plena libertad a la entidad emisora para determinar todo lo relativo a estos extremos*” [Alonso Ledesma, 1999, p. 45].

En la práctica, este tipo de acciones no ha sido tan utilizado, como se esperaba, por el objetivo para el que nacieron, es decir, para financiar a las sociedades cotizadas²⁷⁵. Tampoco se han venido utilizando mucho para cubrir los planes de opciones. Si bien, podemos citar el plan de la empresa Indra que con fecha 22 de noviembre de 2002 comunicó a la CNMV su intención de establecer un plan en el que las acciones entregadas a los beneficiarios serían acciones rescatables. La comunicación recoge, además, un párrafo donde se justifica el uso de este tipo de acciones, estableciendo que se considera *“la forma más conveniente para Indra de realizar la cobertura (...), al ser la alternativa más transparente y que, a la vez, con un impacto en la cuenta de resultados del orden de 0,3 M € durante el período total de vigencia del plan, permite mayor visibilidad sobre el coste de la cobertura y su efecto en la cuenta de resultados, ya que elimina cualquier impacto en ésta derivado de la evolución del precio de la acción de Indra”*.

²⁷⁵ Villacorta [2004a, p. 559] recoge un serie de motivos por los que las acciones rescatables no han tenido éxito en nuestro país, entre los que destacan que *“habrá otras inversiones más atractivas, ciertas compañías han tenido tradicionalmente prohibida la emisión de acciones privilegiadas, los inversores preferirán adquirir el status de acreedor que el de accionista al orientarse la legislación mercantil a la protección de aquéllos (...)*”.

3.6. ASISTENCIA FINANCIERA PARA LA COMPRA DE ACCIONES

La extensión del uso de los planes de opciones sobre acciones ha suscitado gran polémica sobre si constituyen operaciones de asistencia financiera o si sólo se debe considerar dicha circunstancia cuando el plan lleve incorporado la concesión de algún tipo de ayuda para la compra de las acciones.

El Art. 81.1 del TRLSA establece que *“la sociedad no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías, ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de acciones de su sociedad dominante por un tercero”*. Por otro lado, el apartado 2 del citado artículo, que tiene su origen en el artículo 23.2 de la Segunda Directiva Comunitaria²⁷⁶, recoge que *“lo dispuesto en el apartado anterior no se aplicará a los negocios dirigidos a facilitar al personal de la empresa la adquisición de sus acciones o de acciones de una sociedad del grupo”*, por lo que debe definirse qué se entiende por “personal” para detectar qué situaciones podrían exceptuarse de la prohibición anterior.

Los negocios de asistencia financiera pueden ser muy variados, sin embargo, Fernández del Pozo [2002, p. 845] establece que cualquiera de ellos podría encuadrarse en alguna de las siguientes categorías:

1. Financiación del interés de préstamos o créditos concedidos a los trabajadores.
2. Venta o emisión de acciones a precio o tipo de emisión inferiores a los del mercado.
3. Compras apalancadas (Leveraged/Management Buy Out).
4. Participación en resultados.

Siguiendo esta clasificación, la concesión de opciones sobre acciones podría englobarse dentro de la modalidad de venta o emisión de acciones a precio o tipo de emisión inferiores a los del mercado en la medida que, ya sea mediante la entrega de acciones propias o mediante la ampliación de capital, los planes de opciones otorgan el derecho a la adquisición de acciones a un precio inferior al del mercado en el momento de la compra. De forma similar, Sánchez Andrés [2000, p. 70] interpreta que la norma

²⁷⁶ Segunda Directiva (77/91/CEE) del Consejo, de 13 de diciembre, relativa a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y a las modificaciones de su capital.

contiene una “*prohibición absoluta de cualquier forma imaginable de asistencia financiera en la adquisición*”. En la misma línea, Martínez Sanz [2001, p. 1358] comenta que “*el tenor de la norma resulta claro, al prohibir facilitar cualquier tipo de asistencia financiera, ni directa ni indirecta, para la adquisición de acciones propias*”.

Sin embargo, no todos comparten esta opinión, por ejemplo, Ávila y Moralejo [2000, p. 194] no consideran el mero hecho de otorgar opciones sobre acciones como asistencia financiera, para ellos sólo se daría esta circunstancia si media cualquier tipo de financiación o ayuda para la compra de las acciones una vez que se ejercitan los derechos de opción. Por su parte, Bayona [2002, p. 386] considera que los sistemas de stock options no constituyen un supuesto de asistencia financiera sino que forman parte de los sistemas retributivos, estableciendo que “*no debe confundirse la excepción contenida en el artículo 81 del TRLSA con la posibilidad de retribuir al personal de la sociedad con acciones (...). Por lo tanto, será válida la entrega de acciones o de opciones sobre acciones, o cualquier otro sistema de retribución referenciado al valor de las acciones, sólo y exclusivamente, cuando sea en cumplimiento de un sistema de retribución*”.

De forma similar, Álvarez y Areitio [2004, p. 854] consideran que la entrega de los planes de opciones sobre acciones, especialmente a los administradores, no constituye asistencia financiera para la adquisición de acciones sino una forma de “*otorgar una retribución o remuneración (...) a través de la oportunidad de negocio consistente en obtener una plusvalía en la venta de las acciones, por lo que si bien mediatamente convierte al mismo en accionista lo hace con carácter transitorio o provisional*”. La consideración de la entrega de opciones sobre acciones, como un sistema retributivo, excluye la finalidad financiera de favorecer la adquisición en base al concepto recogido en el Art. 81.1 del TRLSA [Paz-Ares y Perdices, 2003, p. 436; Bayona, 2002, p. 288; Vaquerizo, 2003, p. 405; etc.].

En nuestra opinión, puesto que el Art. 81.1 recoge expresamente que la sociedad no podrá “*facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones*”, consideramos los planes de opciones sobre acciones, como englobados en esta categoría, puesto que se está facilitando la compra de acciones a los empleados beneficiarios del plan en la medida en que se les ofrece la compra a un precio inferior al que resultaría si deben acudir al mercado para convertirse en accionistas de la sociedad.

Ahora bien, si consideramos la entrega de opciones sobre acciones como un supuesto de asistencia financiera, debemos comentar que el Art. 81.2 del TRLSA exceptúa dicha prohibición de asistencia financiera cuando la compra de acciones es realizada por el “personal de la empresa”. Sin embargo, el problema es determinar qué se entiende por “personal”, aspecto que no resulta fácil y sobre el que la doctrina no se pone de acuerdo.

Antes de exponer qué se entiende por personal, debemos diferenciar los dos tipos de directivos que existen: a) los directivos vinculados a la empresa por una relación extralaboral²⁷⁷; y, b) los directivos que están vinculados por una relación laboral, incluidos el personal de alta dirección²⁷⁸.

Vázquez Cueto [1995, p. 490] opina que el término “personal” debe comprender a todos los trabajadores por cuenta ajena, por lo que se debería incluir al personal de alta dirección, quedando excluidos los directivos no vinculados con la sociedad por medio de contratos de alta dirección y los administradores de la sociedad²⁷⁹, ya que éstos “*por su intervención directa en la concesión de crédito podrán llevar a cabo operaciones de toma de control con fondos sociales en su exclusivo beneficio*”. También lo entiende así Tusquets [1998a, p. 287], puntualizando que los administradores no se incluyen en el concepto de personal ni siquiera si lo son “*con dedicación exclusiva a la sociedad, pues ya hemos visto, la línea jurisprudencial consolidada del Alto Tribunal que no permite compatibilizar el régimen jurídico-mercantil de administrador con el régimen jurídico-laboral especial de alto cargo*”. Por su parte, Paz-Ares y Perdices [2003, p. 481] considera que la excepción recogida en la legislación española es aplicable a “*personas únicamente vinculadas por una relación laboral*”.

²⁷⁷ Según la definición recogida por el Art. 1.3 c) del ET es la “*actividad que se limite, pura y simplemente, al mero desempeño del cargo de consejero o miembro de los órganos de administración en las empresas que revistan la forma jurídica de sociedad y siempre que su actividad en la empresa sólo comporte la realización de cometidos inherentes a tal cargo*”.

²⁷⁸ Según la definición recogida por el Art. 1.2 del RD. 1382/1985, de 1 de agosto, por el que se regula la relación laboral de alta dirección, “*se considera personal de alta dirección a aquellos trabajadores que ejercitan poderes inherentes a la titularidad jurídica de la empresa, y relativos a los objetivos generales de la misma, con autonomía y plena responsabilidad sólo limitadas por los criterios e instrucciones directas emanadas de la persona o de los órganos superiores de gobierno y administración de la Entidad que respectivamente ocupe aquella titularidad*”.

²⁷⁹ También comparten esta opinión Flores Doña [1994, p. 1416], Paz-Ares [1987, p. 604], Díez-Picazo [1995, p. 210], Sánchez González [1990, p. 391], etc.

En resumen, si los planes de opciones sobre acciones se establecen para trabajadores o directivos de la empresa, se aplicaría la excepción recogida en el Art. 81.2 del TRLSA. Por el contrario, si los beneficiarios del plan de opciones sobre acciones fuesen los administradores, no podría aplicarse dicha excepción con lo estaríamos hipotéticamente ante contratos nulos de pleno derecho [Andújar, 2002a, p. 90].

Ahora bien, si la entrega de opciones sobre acciones a los administradores es permitida por el contenido del Art. 130.2 del TRLSA, podríamos interpretar que lo que ocurre es que estamos ante un olvido por parte del legislador, ya que, tal y como opina García-Cruces [2001, p. 807], *“ha olvidado, en medio de la polémica, algunos aspectos técnicos imprescindibles, tales como la necesidad de reformar –también– cuanto dispone el artículo 81 LSA, a fin de ampliar el catálogo de excepciones a esta norma prohibitiva”*, es decir, ha olvidado incluir junto con la excepción de los trabajadores, la referente a los administradores o, en sentido amplio, referente a cualquier entrega de stock options. En contra, Sánchez Andrés [2003, p. 127] opina que *“el Derecho español no podía (y la reforma lo demuestra) modificar el Art. 81 de la LSA para introducir dentro de él una nueva excepción en materia de Stock Options que no luce en el texto comunitario”*.

De cualquier forma, en la práctica, es fácil constatar que muchos de los planes utilizados en España²⁸⁰ incluyen a sus administradores como beneficiarios, bien porque han admitido que la entrega de opciones sobre acciones constituye un sistema retributivo y no un supuesto de asistencia financiera o bien porque, constituyendo un supuesto de asistencia financiera, es perfectamente legal, al amparo de lo recogido en el Art. 130.2 del TRLSA.

Cuestión distinta es, si debe considerarse como asistencia financiera, si la cobertura del plan no sea realizada por la empresa sino por una entidad financiera, y sea ésta la que concede las opciones a los beneficiarios del plan de opciones. Díez-Picazo [1987, p. 874] establece, en base al Art. 88 del TRLSA²⁸¹, que *“los acuerdos mediante los cuales la sociedad facilita cualquier tipo de asistencia financiera a otra persona para que ésta, a su*

²⁸⁰ Entre los planes que incluyen a determinados administradores como beneficiarios podemos citar los planes establecidos por Vallehermoso, S.A. [Hecho Relevante, 22/9/2000], Repsol IPF, S.A. [Hecho Relevante, 5/4/2001], Grupo Ferrovial, S.A. [Hecho Relevante, 11/10/2000], Iberdrola, S.A. [Hecho Relevante, 16/6/2000], Indra, S.A. [Hecho Relevante, 13/10/2000] etc.

²⁸¹ *“Se reputará nulo cualquier acuerdo entre la sociedad y otra persona en virtud del cual ésta se obligue o se legitime para celebrar en nombre propio pero por cuenta de aquélla alguna de las operaciones que en esta sección se prohíbe realizar a esta sociedad”*.

vez, la preste al tercero que va a adquirir las acciones entra en la prohibición; y también entra la que, en nombre propio proporciona el asistente, cuando la sociedad permite que se haga de ese modo por su cuenta, aunque el asistente no la conceda a su nombre”.

TEMA 4

PROBLEMÁTICA CONTABLE DE LAS STOCK OPTIONS

4.1. INTRODUCCIÓN

La labor del FASB a nivel normativo, en el tema que nos ocupa, es destacable, ya que, desde hace varias décadas, viene dedicando grandes esfuerzos en establecer un modelo de contabilización para este tipo de sistema retributivo, tarea no exenta de dificultades y opiniones adversas, lo que pone de manifiesto la complejidad que presenta la medición y contabilización de estos sistemas retributivos.

En 1972, el Accounting Principles Board (APB), antecesor del Financial Accounting Principles Board (FASB), emitió la APB Opinion 25 “*Accounting for Stock Issued to Employees*”, convirtiéndose en el referente para la contabilización de los sistemas de retribución mediante determinados activos financieros. Un año más tarde, ocurrieron dos acontecimientos muy importantes que cuestionaron la efectividad de dicha norma: a) se creó un mercado organizado para el comercio de opciones sobre acciones en Chicago, lo que hizo crecer el uso de este tipo de instrumentos; y, b) se publicó un artículo de Black y Scholes [1973], donde se recogía un nuevo modelo de valoración que ponía en entredicho el que había aconsejado utilizar la APB Opinion 25.

A mediados de los años 80, el FASB inició una revisión de la norma emitida con anterioridad. Ahora bien, no fue hasta 1993 cuando emitió un Borrador de Norma (Exposure Draft) titulado “*Accounting for Stock-Based Compensation*”, que suscitó una gran hostilidad²⁸², aunque finalmente culminó en la aprobación de la SFAS nº 123 “*Accounting for Stock-Based Compensation*”, en el año 1995. A pesar de la emisión de

²⁸² De hecho, el Borrador de la norma recibió más de 1.700 cartas con comentarios, la mayoría de ellas en contra [Cocco e Ivancevich, 1995, p. 1; Brownlee y Lynch, 2001, p. 5; Chance, 2004, p. 3].

esta norma, el trabajo del FASB continuó, lo que supuso la publicación de dos interpretaciones. En 1999, se emitió “*Accounting for Certain Transactions Involving Stock Compensation, An Interpretation of APB Opinion N 25*”, que intentó clarificar algunas cuestiones surgidas tras la publicación de la APB Opinion 25. Más tarde, en marzo de 2000, se publicó la Interpretación nº 44 con el título “*Accounting for Certain Transactions Involving Stock Compensation*”.

Los escándalos financieros ocurridos en Estados Unidos y Europa, como consecuencia de los casos Enron, WorldCom, Parmalat, Vivendi, etc., sacaron a la luz pública las desproporcionadas retribuciones de los directivos a través de la entrega de opciones sobre acciones. Estos planes permitieron a las empresas un ahorro más que considerable desde el punto de vista impositivo, como ocurrió con Microsoft y General Electric, ya que, a través de esta fórmula retributiva, las empresas consideraban este elemento de coste, como gasto deducible, aunque no figurase, contablemente, como tal en los estados financieros.

En consecuencia, el resultado contable reflejará importantes diferencias en virtud de la consideración o no de estas partidas como gasto en la cuenta de pérdidas y ganancias. Asimismo, el uso de este tipo de instrumentos se popularizó durante la burbuja de las nuevas tecnologías (v.g.: Internet), cuando el alza de las cotizaciones en bolsa las hacía extremadamente atractivas para los potenciales empleados [Humer, 2004, p. 1].

Según algunos autores, el impresionante crecimiento de las stock options se ha debido, en parte, a la ausencia de unas normas contables [Garvey y Milbourn, 2002, p. 23; Sahlman, 2002, p. 91; Grein *et al.*, 2003, p. 4; Damadoran, 2005, p. 4; Boyle *et al.*, 2006, p. 4; Cvitanic, 2006, p. 1] lo que ha permitido que, con el uso de este tipo de sistema retributivo, no se recoja gasto alguno frente a otros tipos de retribuciones.

Realizando un esfuerzo por recuperar la confianza de los inversores, muchas compañías estadounidenses anunciaron que pasarían a reconocer como gasto los planes de opciones sobre acciones, a través del método del valor razonable, recogido en la norma SFAS 123, hasta ahora ignorada, por ser su aplicación voluntaria [Choudhary *et al.*, 2006, p. 5]. Entre estas empresas destacan los principales bancos y aseguradoras de Estados Unidos y grandes compañías como General Motor, Coca-Cola y Amazon.com [Rodríguez Enríquez, 2003, p. 25].

A pesar de la citada tendencia por reconocer el gasto de las opciones sobre acciones, algunas empresas, especialmente las del sector de las tecnológicas, siempre se han mostrado reacias a contabilizar dichas opciones, al considerar que dicho tratamiento contable “desincentivaría su uso y castigaría a las empresas más jóvenes y con poca liquidez” [Ugalde, 2004, p. 2]. Es tal la oposición de este tipo de empresas a la contabilización de las stock options que, en EEUU, han formado una organización llamada *International Employee Stock Options Coalition*, que dispone de su página web, www.savestockoptions.org.

A nivel internacional, el IASB emitió, el 19 de febrero de 2004, la NIIF 2²⁸³ “Pagos basados en acciones”, que trata sobre los pagos en acciones y otros derivados financieros. Para su elaboración, el IASB tomó como punto de partida un documento elaborado por el G 4+1²⁸⁴, publicado en julio de 2000, referido a la problemática contable de los pagos con acciones y opciones sobre acciones. Con tal propósito, y siguiendo su proceso de emisión de normas²⁸⁵, una vez hecho público el documento, se abrió un período para recibir comentarios, que abarcó desde septiembre de 2001 hasta febrero de 2002. Después de este período el IASB publicó, en noviembre de 2002, un borrador de norma, el *Exposure Draft (ED) 2*, para el que se abrió un nuevo período de discusión, extendiéndose hasta marzo de 2003, y que sirvió de base para la publicación de la norma definitiva en febrero de 2004²⁸⁶. Desde la entrada en vigor de la norma internacional, el IASB ha publicado dos interpretaciones: la IFRIC 8 “Scope of IFRS 2” aprobada en enero de 2006 y que ya ha

²⁸³ Según las siglas en español, en inglés es la IFRS 2 (International Financial Reporting Standard), que se corresponde con las normas emitidas por el IASB, sucesor del antiguo IASC.

²⁸⁴ El ya desmantelado G 4+1 estaba formado por organismos reguladores contables de Estados Unidos (*Financial Accounting Standards Board, FASB*), Reino Unido (*Accounting Standards Board, ASB*), Canadá (*Canadian Accounting Standards Board, ACSB*) y Australia (*Australian Accounting Standards Board, AASB*), junto con el antiguo IASC. Su desaparición se debió al peso que ganaron estos organismos en el nuevo IASB.

²⁸⁵ Elegido el tema a tratar, se designa un grupo de trabajo que a su vez realiza consultas al Consejo Asesor de Normas. Dicho grupo de trabajo informará al Consejo de sus estudios y conclusiones, y será éste, quien realice el Borrador preliminar de la norma. Dicho borrador será entregado para la recepción de comentarios. Una vez incorporados los comentarios se obtiene el Proyecto de Norma que será sometido a la votación del Consejo. Para la aprobación de la NIIF se debe alcanzar 8 votos de los 14 posibles, mientras que para la aprobación de los documentos anteriores a la NIIF, se requiere únicamente la mitad de los votos del Consejo.

²⁸⁶ El IASB, en su página web, recoge detallada información sobre el proceso de adopción de esta norma.

sido adoptada por la Unión Europea a través del Reglamento 1329/2006²⁸⁷ con el nombre de CINIIF 8 “*Ámbito de aplicación de la NIIF 2*”, y la IFRIC 11 “*IFRS 2- Group and Treasury Share Transactions*” aprobada en noviembre de 2006, interpretación que aún no ha sido aprobada por la Unión Europea. Recientemente, en junio de 2007, el IASB ha aprobado un borrador de enmienda a la norma IFRS 2 sobre las condiciones a cumplir y las cancelaciones de los planes.

Tras la aprobación de la NIIF 2 [2004] por el IASB, el FASB procedió a revisar su SFAS 123 para hacerla compatible con la citada norma en el marco del acuerdo (“*Norwalk Agreement*”), firmado por ambos organismos contables el 29 de octubre de 2002, en cuya agenda, entre otras medidas, destacaba la de eliminar las diferencias entre ambas normativas con el objetivo de alcanzar la ansiada armonización contable internacional [IASB, 2002]. Finalmente, la norma revisada SFAS 123 “*Share-Based Payment*” fue aprobada en diciembre de 2004, que elimina la posibilidad de seguir utilizando el valor intrínseco, pasándose a exigir el uso del valor razonable.

Los países de la Unión Europea²⁸⁸ deberán aplicar la NIIF 2 [2005]²⁸⁹, en virtud del Reglamento (CE) nº 1606/2002, del Parlamento y del Consejo Europeo²⁹⁰, que establece la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad para la elaboración de las cuentas consolidadas de los grupos de sociedades, a partir del 1 de enero de 2005, siempre

²⁸⁷ Reglamento (CE) nº 1329/2006, de la Comisión, de 8 de septiembre de 2006, que modifica el Reglamento (CE) nº 1725/2003 por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las Interpretaciones (CINIIF) 8 y 9 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera.

²⁸⁸ El requisito de las NIIF para las cuentas consolidadas no sólo es aplicable a los 25 países de la Unión Europea, sino también a los 3 países del Espacio Económico Europeo (EEE). Adicionalmente, la mayoría de la grandes empresas en Suiza (que no es miembro de la Unión Europea ni del EEE) ya utilizan las NIIF.

²⁸⁹ Además del resto de Normas Internacionales de Contabilidad. Se entenderán por Normas Internacionales de Contabilidad [Lorca y García, 2002, p. 14]:

- Las NIC, normas emitidas por el antiguo IASC y que fueron asumidas en su integridad por el IASB.
- Las NIIF, que así se designarán a las que emita el IASB.
- Las interpretaciones procedentes del Standing Interpretations Committee (SIC).
- Las interpretaciones correspondientes al International Financial Reporting Interpretations Committee (IFRIC).
- Las modificaciones posteriores de dichas normas y sus interpretaciones.
- Las futuras normas e interpretaciones que pueda elaborar el IASB.

²⁹⁰ Reglamento (CE) nº 1606/2002, del Parlamento y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad. DOCE nº 243 de 11 de septiembre de 2002.

que, a la fecha de cierre de su balance, sus valores hayan sido admitidos a cotización en un mercado regulado de cualquier Estado miembro²⁹¹.

No obstante, la fecha límite de 2005 podría aplazarse hasta el año 2007 para aquellas sociedades con cotización oficial, tanto en la Unión Europea como en mercados regulados de terceros países, siempre que se cumpla alguna de las siguientes situaciones:

- Ya apliquen otro conjunto de normas de contabilidad internacionalmente aceptables como base principal de sus cuentas consolidadas.
- Se trate de sociedades, cuyos bonos y obligaciones sean los únicos valores admitidos a cotización en un mercado regulado de cualquier Estado miembro.

El proceso de aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad se viene desarrollando de forma que la Unión Europea va analizando cada una de éstas, dando su visto bueno e incluyendo los siguientes pasos:

1. La Unión Europea traduce las Normas Internacionales de Contabilidad a todos los idiomas europeos.
2. El European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) presenta sus puntos de vista a la Comisión Europea.
3. El Accounting Regulatory Committee (ARC) de la Comisión Europea presenta una recomendación de aprobación.
4. La Comisión Europea, formada por 25 miembros, vota formalmente la aprobación.

Siguiendo el proceso anterior, la NIIF 2, se adoptó por la Unión Europea el 4 de febrero de 2005²⁹², previo visto bueno del EFRAG, el 26 de abril de 2004, y del ARC, el 20 de diciembre del mismo año.

²⁹¹ En el sentido del Art. 4 de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, donde se define un mercado regulado como un “sistema multilateral, operado o gestionado por un gestor del mercado, que reúne o brinda la posibilidad de reunir –dentro del sistema y según sus normas no discrecionales- los diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación conforme a sus normas o sistemas, y que está autorizado y funciona de forma regular...”.

Sin embargo, las Normas Internacionales de Contabilidad no sólo serán de aplicación por parte de los países de la Unión Europea, ya que, para muchos países, son normas de obligada aplicación, especialmente, para las empresas que cotizan en alguna bolsa de valores. Según un estudio realizado por la empresa consultora Deloitte [2006, p. 16], más de 60 países de todo el mundo tienen dichas normas como obligatorias en el año 2005 para las empresas nacionales que cotizan en bolsa.

La NIIF 2 exige, por primera vez, que las empresas reflejen en sus cuentas de resultados los efectos de las transacciones de pagos basados en acciones, incluidos los gastos relacionados con transacciones en que se ofrece la opción de compra de acciones a directivos y empleados. En el pasado, las retribuciones en las que se ofrecía la opción de compra de acciones a los empleados no se reconocían en la cuenta de resultados de la empresa, sino que se indicaban en el anexo sin que ello afectara a los resultados comunicados a los mercados de capitales.

La Comisión Europea ha reconocido la complejidad de la NIIF 2, comprometiéndose a controlar los efectos futuros sobre las empresas europeas y revisando su aplicación, como muy tarde, en julio de 2007. De hecho, el tema de las remuneraciones en acciones y opciones sobre acciones se ha destacado como uno de los cuatro puntos más preocupantes²⁹³ para las empresas europeas ante la implantación de las Normas Internacionales de Contabilidad, tal y como mostró una encuesta realizada por la empresa consultora Mazars a 556 empresas europeas cotizadas en 12 países²⁹⁴ [La Gaceta, 22/9/2005].

Dentro de la NIIF 2, el concepto de pagos basados en acciones es más amplio que el de opciones sobre acciones para empleados. Así, quedarían incluidos las emisiones de acciones o derechos de acciones, a cambio de servicios y bienes, como, por ejemplo, los

²⁹² Reglamento (CE) N° 211/2005, de la Comisión de 4 de febrero de 2005, que modifica el Reglamento (CE) n° 1725/2003, por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a las normas internacionales de información financiera (NIIF) 1 y 2 y a las normas internacionales de contabilidad (NIC) n° 12,16, 19, 32, 33, 38 y 39.

²⁹³ Cuatro aspectos preocupan a las empresas europeas: los instrumentos financieros (64%), el inmovilizado (44%), las jubilaciones y pensiones (33%) y las remuneraciones en acciones (22%).

²⁹⁴ Dichos países son Alemania, Bélgica, España, Francia, Italia, Irlanda, Luxemburgo, Países Bajos, Polonia, República Checa, Reino Unido y Turquía.

derechos con cargo a la revalorización de acciones, los planes de opciones sobre acciones para los empleados, programas de participación en el capital y planes en los que la emisión de acciones o de derechos a acciones pueden depender de condiciones del mercado o de otras condiciones. No obstante, la Norma no será de aplicación en los siguientes casos:

- Transacciones en las que se producen pagos en acciones, pero no se dan adquisiciones de bienes y servicios.

- Transacciones en las que la entidad adquiere bienes como parte de una combinación de negocios (fusiones y adquisiciones, etc.), que están sujetas a los criterios contables establecidos en la NIIF 3 “*Combinaciones de negocios*”²⁹⁵.

- Transacciones realizadas con los empleados u otras contrapartes, como los proveedores, en su condición de accionistas de la entidad; y

- Transacciones de bienes o servicios bajo un contrato que, en sí mismo, es un instrumento financiero derivado, como, por ejemplo, los acuerdos a plazo para comprar o vender mercancías o materias primas que se liquidan por netos o diferencias. En estos casos serán de aplicación la NIC 32 “*Instrumentos financieros: Presentación e información a revelar*”²⁹⁶ y la NIC 39 “*Instrumentos financieros: Reconocimiento y valoración*”²⁹⁷.

La NIIF 2 centra su aplicación en tres grupos de transacciones [García y Manso, 2004, p. 41]:

²⁹⁵ Aprobada por la Unión Europea a través del Reglamento (CE) 2236/2004, de 29 de diciembre de 2004, que modifica el Reglamento (CE) n° 1725/2003, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 1606/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) números 1, 3 a 5, a las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) números 1, 10, 12, 14, 16 a 19, 22, 27, 28, 31 a 41 y las Interpretaciones del Comité de Interpretación de Normas (SIC) números 9, 22, 28 y 32.

²⁹⁶ Aprobada por la Unión Europea a través del Reglamento (CE) n° 2237/2004, de 29 de diciembre, que modifica el Reglamento (CE) n° 1725/2003, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 1606/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo, por lo que se refiere a la NIC 32 y a la Interpretación CINIIF 1.

²⁹⁷ Aprobada por la Unión Europea a través del Reglamento (CE) n° 2086/2004, de 19 de diciembre, que modifica el Reglamento (CE) n° 1725/2003, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 1606/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo, por lo que se refiere a la inserción de la NIC 39.

1. Transacciones basadas en pagos en acciones liquidables en instrumentos de capital de la propia entidad (“Equity-settled share-based payment transactions”) en las cuales la entidad recibe bienes o servicios y entrega como contraprestación sus propios instrumentos de capital (acciones y opciones sobre acciones).

2. Transacciones basadas en pagos en acciones liquidables en efectivo (“Cash-settled share-based payment transactions”) en las cuales la entidad adquiere bienes o servicios, asumiendo la obligaciones de pagar un importe basado en el precio de sus propios instrumentos de capital.

3. Transacciones basadas en pagos en las que a la entidad o al proveedor de bienes o servicios se les concede la opción de elegir la forma de liquidar la operación, bien mediante dinero en efectivo o bien con instrumentos de capital de la propia entidad.

Hay que puntualizar que la aplicación de la NIIF 2 es obligatoria sólo para las concesiones de acciones, opciones sobre acciones u otros instrumentos de patrimonio, con posterioridad al 7 de noviembre de 2002, y todavía no hubieran consolidado los derechos correspondientes en la fecha de entrada en vigor de la citada norma (1 de enero de 2005).

La aprobación de la NIIF 2, por parte del IASB, y su posterior adopción por la Unión Europea, como norma a aplicar por los grupos de empresas con cotización oficial en mercados financieros en cualquier estado miembro de la Unión Europea, ha venido a ocupar el vacío normativo existente, no sólo en España, sino, también, en muchos de los países europeos, donde no existían referencias normativas para tales sistemas retributivos. Tan sólo en Alemania y en Dinamarca se habían desarrollado algunos trabajos con el objetivo de estudiar un tratamiento contable [Villacorta, 2005a, p. 4].

4.2. POSTURAS DOCTRINALES EN CONTRA DE LA CONTABILIZACIÓN DE LAS STOCK OPTIONS COMO GASTO

Desde el nacimiento de las stock options en el mundo empresarial, se ha planteado la misma pregunta: ¿deben considerarse como un gasto para la empresa? La respuesta no es fácil, ya que, durante mucho tiempo, los diversos organismos reguladores no han exigido a las empresas que lo reconozcan en sus estados de resultados, conformándose con

su inclusión en las notas complementarias. Sin embargo, siempre ha sido un tema de reflexión y debate. La NIIF 2 [2004] y, a continuación, la SFAS 123 (R) [2004] han puesto un punto y final a este debate, al exigir que se recojan, en las cuentas de resultados, los gastos ocasionados por la entrega de stock options a los directivos y empleados.

Los argumentos más repetidos, y que, a lo largo de las décadas pasadas, se han esgrimido en contra de la inclusión de los gastos ocasionados por este tipo de sistema retributivo en las cuentas de resultados, los podemos resumir en los siguientes [Bodie *et al*, 2003]:

1. Las stock options no constituyen un gasto real, ya que no se produce un intercambio de efectivo.
2. La dificultad de estimar el coste de las stock options.
3. Los costes de las stock options ya aparecen recogidos apropiadamente en las cuentas anuales.
4. Imputar las stock options como gasto perjudicará a las empresas en general y, a las emergentes, en particular.

4.2.1. Las stock options no constituyen un gasto real al no producirse un intercambio de efectivo.

El principal debate, a nivel contable, de los planes de opciones sobre acciones hace referencia a si constituyen una transacción económica y, por tanto, son susceptibles de ser contabilizados como un gasto. En esencia, la operación consiste en la prestación de un servicio por el beneficiario a cambio del cual la empresa entrega una retribución en forma de opciones sobre acciones. Esta operación tiene ciertas peculiaridades, que no presentan el resto de retribuciones otorgadas, ya que se trata de derechos (que no de obligaciones) de compra de acciones que finalmente puede ser que no se ejerzan [Chance, 2004, p. 15] y que, en ocasiones, están supeditados al cumplimiento de ciertas condiciones o requisitos o que pueden estar condicionados a ciertos parámetros que no tienen relación con el servicio prestado, como puede ser la evolución de la empresa o el precio de la acción [González Bravo, 2000, p. 20].

En este punto, muchos de los detractores del reconocimiento de las stock options, como gasto, argumentan que no es susceptible de ser contabilizado como tal puesto que, en el momento de la concesión de los planes de opciones sobre acciones, no se produce ninguna salida de efectivo [Asness, 2004, p. 10; Chance, 2004, p. 15; Niskanen, 2004, p. 1; Templin, 2005, p. 374], añadiendo que, en el momento de la entrega, las opciones no tienen valor alguno. Este argumento está basado en que el valor intrínseco (diferencia entre el valor de mercado de las acciones y precio de ejercicio de las opciones) en el momento de la entrega, en la mayoría de los planes, es cero [Hull y White, 2004, p. 114; Choudhary *et al.*, 2006, p. 5; Frederickson *et al.*, 2006, p. 5].

En el momento de la concesión de los planes no tiene por que producirse una salida de efectivo. Sin embargo, esta salida dependerá del procedimiento de cobertura del plan y no de la propia entrega de las opciones sobre acciones a los beneficiarios. Suponiendo que el plan de opciones se cubrirá con la emisión de nuevas acciones, no se produce ninguna salida de efectivo. Además, en estos casos, se argumenta que cuando se produzca la ampliación de capital, la empresa no soportará ningún tipo de coste, sino que serán los accionistas quienes soportarían el coste a través de la dilución que sufrirán las acciones antiguas [Comisión Europea, 2003, p. 52; Chance, 2004, p. 15]. Ahora bien, esta situación también afectará aunque sea de manera indirecta a la empresa, ya que el valor de la empresa depende de cómo valore el mercado sus acciones y éste se verá afectado indudablemente como consecuencia del uso de nuevas acciones [Reynolds, 2004, p. 2].

Si en lugar de emitir acciones nuevas, la empresa procede a la compra de sus propias acciones en el mercado a un precio superior al precio de ejercicio, la diferencia surgida constituirá un gasto para la misma que, evidentemente, tendrá que registrar al estar soportando de una forma indirecta el coste del plan de opciones.

En cualquiera de los casos anteriores, emisión de nuevas acciones o compra de acciones propias, la dilución que sufren los accionistas antiguos o el coste que tiene que asumir la empresa por la compra de acciones, no se dan en el momento de la concesión, sino en el momento del ejercicio de las opciones, lo que estaría en consonancia con la idea de que el coste debe contabilizarse en el momento del ejercicio y no en el momento de la entrega [Chance, 2004, p. 15]. A favor de este argumento se encuentran los que consideran muy difícil estimar el coste en la fecha de concesión [Rubinstein, 2004, p. 22]. En contra

de registrar el gasto en el momento de ejercicio, se encuentran los principios de contabilidad y la propia realidad económica, en base a los cuales los gastos deben relacionarse con los ingresos asociados a ellos. Así que, el coste de la concesión de una opción debería ser deducido como gasto a lo largo del tiempo, ordinariamente durante el período de devengo, a lo largo del que se supone que el empleado retenido y motivado se está ganando la concesión, generando ingresos adicionales para la empresa [González Bravo, 2000, p. 23; Asness, 2004, p. 10; Kaplan y Palepu, 2004, p. 75].

El argumento, respecto a que las opciones no tienen valor alguno en el momento de la concesión, no tiene mucho sentido, ya que si no tuviesen valor alguno, ni las empresas las entregarían ni los beneficiarios las querrían y desearían [González Bravo, 2001, p. 23; Asness, 2004, p. 9; Poitras, 2004, p. 7].

Todos los argumentos anteriores se alejan de la idea subyacente de contabilizar las opciones sobre acciones como gasto y es que el coste que conlleva la entrega de opciones no se corresponde con la dilución de los accionistas o el coste de la compra de acciones propias en el momento de la ejecución, sino más bien con la idea de que *“la entrega de opciones sobre acciones a los miembros de la organización supone un sacrificio de efectivo, un coste de oportunidad, que tiene que ser contabilizado”* [Bodie et al., 2003, p. 86]. Por lo tanto, el verdadero coste es el “coste de oportunidad” de entregar esas opciones a los empleados en lugar de venderlas a los inversores [Reynolds, 2004, p. 2]. Si bien, en contra de este argumento podría recogerse que no existe un mercado donde puedan venderse opciones iguales a la que se entregan a los trabajadores.

Este gasto es mucho más evidente cuando se produce la entrega de acciones a los empleados. Sin embargo, la entrega de opciones sobre acciones no difiere tanto, ya que, cuando esta situación se produce, la empresa está renunciando *“a la oportunidad de recibir efectivo de los suscriptores que habrían aceptado esas mismas opciones para venderlas a los inversores en un mercado de opciones competitivo”* [Bodie et al., 2003, p. 86]. En este sentido, Strawser [1993, p. 2] argumenta que no es lógico que la misma operación, de compensar los servicios recibidos por los empleados, se contabilicen de forma diferente sólo porque uno se produzca en forma de opciones y otros en efectivo, en acciones o a través de cualquier otro sistema.

En EEUU existe una importante corriente de pensamiento que considera las stock options como inversiones de capital intelectual. Entre los seguidores de esta teoría destacan las empresas de alta tecnología que consideran que, con la entrega de opciones sobre acciones a los empleados, recibirán a cambio un activo intangible en forma de capital intelectual [Bell *et al.*, 2001, p. 3; Landsman *et al.*, 2004, p. 2] o en forma de trabajador fiel y motivado [Bodie *et al.*, 2003, p. 94]. En este caso, el tratamiento contable a utilizar sería el aplicado al resto de inversiones, es decir, capitalización y amortización durante el período en el que la empresa disfruta de los beneficios proporcionados por las opciones²⁹⁸.

El tratamiento inicialmente propuesto en el *Exposure Draft: Accounting for stock-based compensation* de 1993, que posteriormente sería la SFAS 123 [1995], consideraba las opciones sobre acciones como un activo, al interpretar que las opciones entregadas a los empleados representan probables beneficios futuros. En efecto, los empleados acuerdan proporcionar servicios para poder obtener las opciones [FASB, 1993, párrafo 63]. Ahora bien, en este caso, el activo se consideraba como una retribución anticipada²⁹⁹ [González Bravo, 2000, p. 23; Bell *et al.*, 2001, p. 2] y no como capital intelectual. Sin embargo, posteriormente se reconsideró la postura recogida en el proyecto de norma, y se pasó a recoger como un gasto y no como un activo. El cambio de postura se debió fundamentalmente a la consideración de que los planes de opciones sobre acciones no cumplían con la definición recogida de activo, puesto que los empleados beneficiarios podían abandonar la empresa en cualquier momento [Hillegeist y Peñalva, 2001, p. 2],

²⁹⁸ El estudio realizado por Bell *et al.* [2001] sobre una muestra de 85 empresas de software en el que se comparan el método del valor intrínseco (recogido en el APB 25), reconocer un activo (según la propuesta de norma) y la alternativa de reconocer el valor razonable en la fecha de concesión como gasto de compensación (según el SFAS 123 de 1995), concluye que la propuesta que se recogió en el *Exposure Draft*, es decir, reconocer un activo, refleja mejor la percepción del mercado del impacto de las opciones sobre acciones en el valor de la compañía y, en particular, la concesión de opciones resulta un activo (o inversión, si se considera como capital intelectual) que es altamente valorado por el mercado.

²⁹⁹ Kaplan y Palepu [2004] en un artículo anterior a la aprobación definitiva de la NIIF 2 y el SFAS 123 (R) propusieron como tratamiento contable aplicable a las opciones sobre acciones la creación, tanto en el activo como en el pasivo, de entradas relativas a la concesión de opciones. En el activo, las empresas deben abrir una cuenta de retribución anticipada equivalente al coste estimado de las opciones concedidas; en el pasivo, deben una abrir una cuenta de opciones sobre acciones de capital desembolsadas, por un montante equivalente. A partir de ese momento, la cuenta de retribución anticipada debería ir deduciéndose como gasto a través de la cuenta de resultados mediante un sistema de amortización lineal regular cuyo calendario coincidiera con el período de devengo, el período durante el cual los empleados se están ganando su retribución en forma de capital y, presumiblemente, se están generando beneficios para la empresa. A la vez que se va deduciendo la cuenta de retribución anticipada, la cuenta de opciones sobre acciones de capital desembolsadas se ajusta en el balance para reflejar las modificaciones del valor justo estimado de las opciones concedidas.

violando el principio de que una empresa siempre debe tener control legal sobre todos los activos que declara [Bodie *et al.*, 2003, p. 94].

En contra de la corriente anterior, se encuentran los que consideran las stock options como una forma de retribución salarial, en cuyo caso, el tratamiento contable a aplicar sería reconocer el coste de dichas opciones como gasto ordinario [Hillegeist y Peñalva, 2001, p. 2].

Desde un punto de vista empírico, Hillegeist y Peñalva [2001] realizaron un estudio con una muestra inicial de 1.500 empresas norteamericanas integrantes de los índices Standard&Poor 500, Midcap y Smallcap en el período 1996-1998, obteniendo, como resultado, que el mercado de capitales considera las stock options como una forma de retribución, y que la información incluida en la memoria posee los atributos de fiabilidad y relevancia. Similar es el resultado obtenido por Aboody *et al.* [2001] en su estudio realizado para el mismo período sobre una muestra de 500 empresas incluidas en los índices antes mencionados.

Los argumentos esgrimidos por el FASB [1995, párrafo 75] a favor de reconocer los costes derivados de las retribuciones a través de opciones sobre acciones son los siguientes:

- a. Las opciones sobre acciones, entregadas dentro de programas de retribución a empleados, son susceptibles de valoración.
- b. Cualquier instrumento financiero otorgado a los empleados, y que puede ser valorado, da origen a costes retributivos que han de ser apropiadamente incluidos en la determinación del resultado de una empresa.
- c. El valor de las opciones puede ser estimado a través de diferentes métodos y técnicas aceptadas a efectos de su reconocimiento dentro de los estados financieros.

Por su parte, la Comisión Europea [2003, p. 53] opina que, cuando una empresa concede a sus empleados stock options, lo hace a cambio de unos servicios prestados, siendo éstos susceptibles de ser valorados. De ahí que, el hecho de recibir y hacer uso de esos servicios, constituye una transacción y un hecho económico que debe tener su reflejo

en las cuentas de las sociedades, al igual que se recoge una transferencia de efectivo o un activo susceptible de ser valorado.

4.2.2. Dificultad de estimar el coste de las stock options

El argumento anterior, por el que las stock options no constituyen un gasto, al no producirse un intercambio de efectivo, se une, con frecuencia, que, el valor de las stock options en el momento de la entrega normalmente, es cero. En la medida que el precio de ejercicio es igual al valor de cotización (valor intrínseco), resulta que, en el momento de la concesión, no tiene valor alguno, adquiriéndolo a medida que la cotización va incrementándose hasta la fecha de ejercicio. Sin embargo, no se puede afirmar que las opciones no tengan valor, incluso en el momento de su concesión, aunque sea admitida la dificultad de su estimación, ya que tal como reflexiona Barrier [1994, p. 27], cuál es el valor actual de una opción que el beneficiario puede ejercer dentro de 5 ó 10 años o incluso nunca.

Si se acepta que la entrega de opciones sobre acciones supone una transacción económica, ésta debe poder ser medida para que pueda ser contabilizada. Sin embargo, puesto que el método del valor intrínseco se ha mostrado ineficaz para realizar la valoración de la opción, y ante la ausencia, normalmente, de un precio de mercado que pueda ser utilizado para la valoración de las opciones entregadas a los empleados [Templin, 2005, p. 361], viene siendo una práctica habitual que se recomiende el uso de métodos de valoración de precios de opciones, aún asumiendo que, a pesar de que se trata de modelos de gran desarrollo en el contexto de los mercados financieros, no tienen por qué ser conocidos por aquéllos que elaboran la información contable [Ciccotello y Terry, 1995, p. 73; González Bravo, 2000, p. 27].

En contra de estas ideas, podemos afirmar que el cálculo del valor de los planes de opciones sobre acciones no es más difícil o sujeto a más errores que la estimación de otros gastos comunes en las empresas, tales como los planes de pensiones [Guay *et al.*, 2003, p. 407; Kaplan y Palepu, 2004, p. 76] o la depreciación sufrida por los activos [Chance, 2004, p. 10; Asness, 2004, p. 11; Kaplan y Papepu, 2004, p. 79; Mock, 2005, p. 366]. En este último caso, cuando una empresa compra un activo fijo y procede a amortizar su

depreciación, ésta se basa en estimación de la vida útil, del valor residual y del porcentaje que se fije que se deprecia cada año.

Muchos de los detractores del reconocimiento del coste de las stock options en los estados contables, basan sus argumentos en que los modelos de valoración normalmente utilizados en los mercados financieros para la valoración de las opciones, fundamentalmente el modelo de Black-Scholes o el modelo binomial de Cox-Ross-Rubinstein, sólo son válidos para las opciones que se negocian en mercados de capitales organizados.

Las opciones que se ofrecen a los empleados tienen características únicas no asimilables a las opciones financieras, tales como que no son transferibles, no cotizan en ningún mercado, tienen períodos de duración variable, se exigen ciertas condiciones para su ejercicio, etc. [Finnerty, 2003, p. 4; Maris *et al.*, 2003, p. 671; Templin, 2005, p. 385; Leung y Sircar, 2006, p. 2]. Por todo ello, las opciones sobre acciones entregadas a los empleados no se pueden valorar con la suficiente fiabilidad mediante la utilización de dichos modelos [Aboody *et al.*, 2001, p. 2; Lang, 2004, p. 10].

Con respecto al tiempo de permanencia, las opciones financieras tienen una duración de unos cuantos meses, siendo su período fijo, mientras que las opciones sobre acciones para los empleados tienen una vida de años y además no es un período fijo, ya que normalmente se establece un período de ejercicio de varios años [Franz, 1994, p. 1; Cvitanic *et al.*, 2006, p. 1].

Se ha apuntado que los modelos generalmente aceptados para el cálculo del valor de las opciones están diseñados para estimar el valor de opciones transferibles. Sin embargo, una de las características fundamentales de las opciones sobre acciones entregadas a los empleados es que no se pueden vender [Huddart, 1994, p. 210; Huddart y Lang, 1996, p. 9; Leung y Sircar, 2006, p. 2]. Esta situación, provoca que el valor de las opciones sobre acciones entregadas a los empleados sea inferior al valor obtenido mediante los modelos aceptados [Strawser, 1993, p. 3; Asness, 2004, p. 11; Cvitanic *et al.*, 2006, p. 2], lo que provocará una sobreestimación del gasto reconocido [Ikëheimo *et al.*, 2006, 352].

Además, si las opciones entregadas a los empleados no se pueden vender, hace que se ejerciten antes que una opción financiera³⁰⁰ (a partir del primer día en que empieza el periodo de ejercicio), debido a la aversión al riesgo y la falta de diversificación de sus carteras [Asness, 2004, p. 11; Kulatilaka y Marcus, 1994, p. 55; Raupach, 2003, p. 2; Bodie *et al.*, 2003, p. 88; Cvitanic *et al.*, 2006, p. 1].

El efecto que provoca el ejercicio anticipado, viene dado por una reducción del valor de las opciones [Kulatilaka y Marcus, 1994, p. 47; Harter y Harikumar, 2002, p. 1008; Bettis *et al.*, 2003, p. 37]. Sin embargo, los modelos tradicionalmente utilizados no han tenido en cuenta este factor de ejercicio anticipado. No obstante, podría superarse esta deficiencia si en el modelo de valoración utilizado se incluyese la vida esperada de la opción en lugar de la vida máxima que puede tener aquella [Strawser, 1993, p. 3; Hemmer *et al.*, 1994, p. 24; Bodie *et al.*, 2003, p. 88; Ikäheimo *et al.*, 2006, p. 352].

Otra crítica vertida sobre los modelos de valoración hace mención a que si bien hay variables que son perfectamente conocidas, hay otras que no, por lo que deberán estimarse para poder calcular el valor de las opciones. Dichas variables son la volatilidad de las acciones [Rubinstein, 2004, p. 4; Ciccotello y Terry, 1995, p. 73; Emanuel, 2005, p. 43; Jiang y Tian, 2005, p. 1] y los dividendos esperados [Franz, 1994, p. 2].

Así pues, admitir la posibilidad de diferencias de valoración en función de las estimaciones de distintas variables, por pequeñas que sean, pueden resultar importantes para determinados individuos, lo que permite cuestionar si la nueva normativa contable termina verdaderamente con la distorsión de información que existía hasta entonces o crea inconvenientes y problemas aún mayores [Barrier, 1994, p. 28].

En el mismo sentido, Franz [1994, p. 5] y Wayman [2003, p. 1] argumentan que existe el riesgo de que las entidades utilicen las estimaciones de estas variables, con la finalidad de manipular el cálculo del valor de las opciones. Concretamente, la relación

³⁰⁰ El estudio realizado por Bettis *et al.* [2003] sobre una muestra de 10.000 opciones ejercidas en 3.000 empresas de EEUU, concluye que el ejercicio de las opciones por parte de los empleados se produce mucho antes que si se tratase de una opción financiera. Dicho ejercicio depende, no obstante, de ciertos parámetros y características propias de cada caso. Sin embargo, afirman que los beneficiarios de un plan de opciones sobre acciones pertenecientes a una empresa con alta volatilidad ejercitan sus opciones un año y medio antes que los empleados de empresas con baja volatilidad. Por su parte, Hemmer *et al.* [1996] examinan el ejercicio de las opciones por parte de “executives” de 65 empresas en 1990 y concluyen que los beneficiarios ejercitan sus opciones anticipadamente para diversificar su riesgo, destacando también que la volatilidad juega un papel importante en el ejercicio de las opciones, ya que a mayor volatilidad, existe más probabilidad de que se ejerciten antes las opciones.

entre los valores de las opciones y el valor de la volatilidad es directa, es decir, a incrementos en la volatilidad se producen incrementos en el valor de las opciones, lo que permite afirmar que errores en la estimación de la volatilidad de una acción repercuten en la valoración concedida en las opciones en la fecha de emisión [Rubinstein, 1994, p. 7; Apostolou y Crumbley, 2005, p. 3; Emanuel, 2005, p. 43].

A este argumento se unen Bulow y Shoven [2005, p. 13] quienes apuntan, a modo de ejemplo, que la volatilidad en el mercado norteamericano en 2004 fue un 50% más baja que la que hubo en el año 2000. Además, añaden que la volatilidad individual de cada empresa depende de las fusiones y adquisiciones, lo que puede darnos una idea de la dificultad que entraña la estimación de determinadas variables claves en los modelos de valoración de opciones. La volatilidad también depende del tamaño de la empresa, ya que las empresas grandes, estables en el mercado, tienen una volatilidad menor que las pequeñas empresas [Ciccotello y Terry, 1995, p. 76].

A pesar de todos estos argumentos, al valorar las stock options es fundamental distinguir dos conceptos diferentes [Hall y Murphy, 2000, p. 2; Maris *et al.*, 2003, p. 671; Finnerty, 2005, p. 28]: a) el valor de las stock options para la empresa; y, b) el valor para el receptor de las mismas, ya que ambos son diferentes.

El valor que tienen las stock options para la empresa es la cantidad que ésta recibiría si vendiese esas opciones a un tercero del exterior. Por su parte, el valor de las stock options para los que las reciben depende de su riqueza actual, aversión al riesgo, diversificación de su cartera, posibilidades de cobertura, etc. De hecho proponen la utilización de los métodos tradicionales para obtener el valor de las opciones para la empresa, pero no para calcular el valor que aquéllas tienen para los receptores.

Sin embargo, tal y como apuntan Hillegeist y Peñalva [2001, p. 8] aquellos factores (riqueza actual, aversión al riesgo, etc.) no afectan a la empresa, lo que hace que los modelos de valoración habituales no sean tan inapropiados para medir el coste de las stock options para el que las otorga.

En cualquier caso, es cierto que la utilización de estos modelos de valoración tradicionales necesitan de ciertos ajustes, puesto que no tienen en cuenta determinadas condiciones especiales de estas emisiones, como son los requerimientos a los que puede estar sujeta la entrega de las opciones a los empleados o las limitaciones a las

transferencias de las mismas, que no existen para las opciones que se emiten por la empresa para negociarse de forma normal en el mercado de capitales [González Bravo, 2000, p. 28].

En esta línea, Bodie *et al.* [2003, p. 88] recuerda que “*los bancos de inversión, los bancos de negocios y las compañías de seguros han ido mucho más allá de los modelos Black-Scholes básicos a 30 años, y han desarrollado métodos para determinar el precio de todo tipo de opciones (...) la actual tecnología financiera permite que las empresas incorporen a un modelo de determinación del precio todas las características de las opciones sobre acciones concedidas a sus profesionales*”, por lo que, en principio, no sería difícil desarrollar un modelo de valoración de opciones que, partiendo de los modelos generalmente aceptados, se acomode a las características especiales de las opciones sobre acciones entregadas a los empleados.

Por último, el coste a imputar, como consecuencia del establecimiento de los planes de opciones sobre acciones, se obtiene multiplicando el valor razonable, derivado mediante la aplicación de alguno de los métodos de valoración citados, por el número de opciones. Con respecto al número de opciones, y teniendo en cuenta que para el ejercicio de las mismas es requisito generalizado que el beneficiario siga vinculado laboralmente a la entidad hasta la fecha de ejercicio, se propone utilizar una estimación del número de opciones que finalmente se ejercitarán [Strawser, 1993, p. 4; Aboody *et al.*, 2001, p. 7; Hull y White, 2004, p. 116; Emanuel, 2005, p. 41], en lugar del total de opciones concedidas, teniendo en cuenta para ello, por ejemplo, la tasa de abandono de los empleados en años anteriores.

4.2.3. Los costes de las stock options ya aparecen recogidos apropiadamente en las notas a los estados financieros.

Antes de la aprobación de la nueva norma SFAS 123 (R) [2004], si una determinada empresa decidía seguir el método del valor intrínseco, en lugar del método del valor razonable, ambos permitidos en la SFAS 123 [1995], y que ha venido siendo la postura adoptada por la mayoría de las empresas de EEUU, debía recoger determinada información en las notas a los estados financieros, tales como el valor que tendrían los

planes si se hubiese utilizado el método del valor razonable. Hay quien opina que la citada información relativa al valor razonable, suministrada en las notas, podría ser suficiente para que los inversores ajustasen los beneficios y el cash-flow [Oyer y Schaefer, 2003, p. 4]. En la misma línea, Li [2002b, p. 71] considera que las notas a los estados financieros proporcionan información útil para que los inversores estimen el efecto de las opciones entregadas a los empleados en el valor de las acciones ordinarias.

Sin embargo, al aceptar este argumento habría que admitir también que reconocer como gasto las opciones provocaría un impacto muy pequeño, debido a que esa información ya es suministrada [Sahlman, 2002, p. 92; Hirst *et al.*, 2005, p. 103] e incorporada de forma apropiada, por los inversores, al valor de las acciones. Por tanto, recoger esa información en las notas o incorporada en las cuentas anuales como gasto, no afectará a la situación financiera de la empresa, ya que lo único que cambia es la forma de transmitir la información al público [Chance, 2004, p. 10].

Según una encuesta realizada por el *CFA Institute*, en 2001, el 81% de los analistas encuestados afirmaron usar información sobre las stock options cuando evalúan a las empresas. Además, el estudio añade que el 66% usa la información independientemente de donde se encuentre [Brown, 2004, p. 1].

Sin embargo, habrá que tener en cuenta si se trata de usuarios especializados o no, ya que en palabras de Templin [2005, p. 363], en referencia al sector de las empresas tecnológicas, sólo los usuarios especializados examinan las notas a los estados financieros. Algunos estudios empíricos han demostrado que los usuarios consideran más relevante [Botosan y Plumlee, 2001; Espahbodi *et al.*, 2002] y que los mercados reaccionan más fuertemente [Bloomfield y Libby, 1996] a la información reconocida en las cuentas anuales que a la suministrada en las notas. En concreto para el caso de las opciones sobre acciones, el estudio de Frederickson *et al.* [2006] concluye que los usuarios consideran más fiable el gasto recogido por las empresas en las cuentas anuales bajo el requerimiento del FASB, en base al SFAS 123(R) [2004], que cualquiera de las dos opciones recogidas en la normativa anterior.

No obstante, reconocer las stock options como gasto en los estados financieros, permitirá mostrar el beneficio real [Damodaran, 2005, p. 14], magnitud que no se presentará si las opciones únicamente se recogen en las notas a los estados financieros. En

este sentido, Li [2002a, p. 32; 2002b, p. 6] añade que, recogiendo el coste de las opciones en las notas a los estados financieros, en lugar de reconocerlo como gasto en la cuenta de resultados, provoca un retraso en la incorporación de información que afecta al precio de las acciones, habida cuenta que los estados financieros se hacen públicos mucho después de que los beneficios sean anunciados.

En contra de seguir recogiendo la información en las notas, Ehrhardt [2003, p. 10] argumenta que ésta es insuficiente, puesto que la empresa posee más información de la reflejada en este estado (por ejemplo, las características particulares de cada uno de los planes establecidos, el ratio de abandono de los empleados, el historial de las opciones ejercidas anticipadamente, etc), lo que le permite estimar con mayor precisión el valor de mercado de las opciones que los inversores. Pone un ejemplo, de cómo la información actualmente recogida es insuficiente para estimar el valor de las opciones.

En la misma línea, Choe y Yin [2004, p. 4] afirman que la información sobre los planes de opciones sobre acciones recogida en las notas no es suficiente para que los inversores conozcan el coste actual para la firma. Por otra parte, en opinión de Chance [2004, p. 9], la inclusión del valor razonable sólo en las notas ha llevado a que las empresas no se esfuercen en calcular el valor preciso de las opciones, situación que podría cambiar cuando las empresas tengan que imputarlo como gasto.

Hay que tener en cuenta, además, que no todas las empresas suministran toda la información que les exige la normativa, tal y como constataron Botosan y Plumpee [2001] en un estudio sobre las 100 empresas de mayor crecimiento recogida en el *Fortune's 1999*, obteniendo que el 12% de las empresas estudiadas no presentaban la información exigida completa, de tal forma que el 6% no recogió el valor razonable, el 1% no recogió el valor razonable ni el modelo utilizado para su cálculo, el 4% no recogió la estimación de los factores considerados para calcular el valor razonable (volatilidad, tipo de riesgo, etc.) y el 1% no recogió el número de opciones ejercitables.

En opinión de Sahlman [2002, p. 92], si finalmente se recogen los gastos de los planes de opciones sobre acciones en la cuenta de resultados, se perderá mucha de la información que venía recogándose en las notas a los estados financieros. A este respecto, Bodie *et al.* [2003, p. 91] opinan, no sin razón, que, el hecho de representar los gastos de las opciones sobre acciones en la cuenta de resultados, no tiene por qué impedir que en las

notas se recoja información complementaria acerca de cómo se ha producido la distribución de las opciones, así como la metodología y los parámetros utilizados para calcular su coste.

Desde un punto de vista puramente contable, si finalmente se acepta que los planes de opciones sobre acciones constituyen un gasto, aspecto sobre el que volveremos más adelante, deberían aparecer correctamente recogidos en la cuenta de resultados de la sociedad, al igual que el resto de gastos [Asness, 2004, p. 11], ya que el objetivo de “*los estados financieros es suministrar información acerca de la situación financiera, actividad y flujos de fondos de una empresa*” [IASB, 1989, párrafo 12], teniendo además en cuenta el principio de imagen fiel [IASB, 1989, párrafo 46; PGC, 1990].

Con respecto a la inclusión del citado gasto en la cuenta de pérdidas y ganancias, Ronen [2005, p. 17] sugiere que sería mucho mejor recoger el gasto sufrido por la entrega de opciones sobre acciones a los empleados (o cualquier otro sistema de retribución basados en la entrega de instrumentos de capital) en un documento aparte (*Statement of Costs and Benefits to Pre-existing Shareholders*) donde se reflejasen los gastos y los beneficios de los accionistas antiguos de forma separada a los obtenidos por la empresa.

4.2.4. Imputar las stock options como gasto perjudicará a las empresas en general y, a las emergentes, en particular.

Existe la creencia extendida de que considerar la concesión de opciones sobre acciones como gasto irá en detrimento del crecimiento económico de las empresas que las conceden [Nwogugu, 2006, p. 3]. En muchas ocasiones, se ha identificado el estancamiento del desarrollo económico con el hecho de obtener menos beneficios, si se recogen los planes de opciones como gasto en la cuenta de resultados.

Muchos han sido los estudios que han pretendido demostrar cómo influiría el reconocimiento de los gastos derivados de los planes de opciones sobre acciones en la cuenta de resultados. El estudio realizado por Ciccotello y Terry [1995] puso de manifiesto el impacto que tendría la utilización del valor razonable en la contabilización de los planes de stock options en las cuentas de resultados, fundamentalmente de las compañías de

pequeña dimensión y emergentes. A similares conclusiones llegaron Mellman y Lillien [1996] en su estudio sobre el valor razonable, si bien matizaron que en su estudio habían estimado los gastos de todos los planes vigentes correspondientes a varios años, sin considerar que la norma establecería una fecha a partir de la cual se empezaría a contabilizar como gasto.

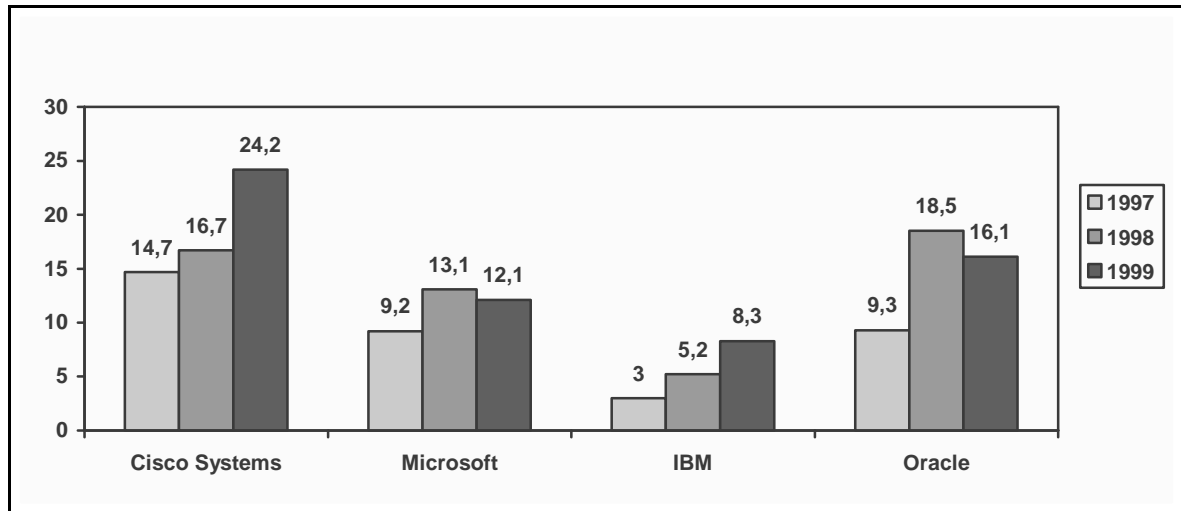
Por otra parte, el hecho de que el FASB aconsejara la inclusión del gasto de las opciones en la cuenta de resultados o, en su defecto, su obligado cálculo para su inclusión en las notas, provocó que inicialmente muchas empresas manifestaran su intención de reducir e incluso eliminar sus programas de retribución a través de opciones, tal como puso de manifiesto el estudio realizado por Strawser [1993], para pasar a utilizar otro tipo de sistemas retributivos. Dakdduk [1996, p. 6] afirma que el método del valor razonable provocará la contabilización de un menor beneficio neto, por lo que un grupo considerable de empresas se inclinarán por el método del valor intrínseco e incluirán la información en las notas a los estados financieros.

El estudio realizado por Cocco e Ivancevick [1995] recoge, con un ejemplo, las repercusiones que se producen sobre ciertos ratios económicos y financieros, considerados trascendentes a efectos de la toma de decisiones en los mercados, básicamente de los inversores, si la entidad se decide por contabilizar las stock options como gasto, frente a aquellas empresas que deciden únicamente recogerlos en las notas complementarias. Estos ratios son fundamentalmente el coeficiente de apalancamiento (*debt-to-equity ratio*) y los beneficios por acción (*earning per share*).

Puesto que muchas de las empresas norteamericanas han seguido sin reconocer las opciones sobre acciones, como gasto, a pesar de la aprobación de la SFAS 123 [1995], han seguido realizándose estudios sobre cómo influiría en las empresas el hecho de reconocer dichos gastos en sus cuentas financieras. Así, Leonhardt [2000, p. 40] puso de manifiesto cómo los beneficios de unas cuantas grandes empresas, donde los planes de stock options suponen un peso importante sobre las retribuciones totales, se habrían efectivamente disminuido si los costes derivados de dichos planes se hubiesen incluido en la cuenta de pérdidas y ganancias (Ver *Gráfico 4.1*).

GRÁFICO 4.1

PORCENTAJE DE DISMINUCIÓN DE LOS BENEFICIOS SI LOS COSTES DE LAS OPCIONES SOBRE ACCIONES FUERAN CONTRA RESULTADOS



Fuente: Leonhardt [2000, p. 40]

En la misma línea, Espinosa de los Monteros [2003, p. 9] recoge que, según Standards & Poor's, los beneficios operativos de las empresas del citado índice habrían sido un 10% inferiores si, durante el año 2001, hubieran incluido como gasto el coste de las opciones concedidas a sus empleados. No obstante, en cada caso, los efectos pueden ser muy diferentes en su grado de significación: en el caso de General Electric, el beneficio se habría reducido sólo un 2,2% y, en el de Coca-Cola, un 5%; aunque otros estudios – Lehman Brothers – señalan que las empresas de dicho índice habrían visto recortados sus beneficios un 21% en el ejercicio 2001.

En el estudio realizado por Bear Stearns [2005] sobre cómo influiría el reconocimiento de las opciones, como gasto, en las cuentas de resultados del año 2004 de las entidades que forman parte del S&P 500 y del NASDAQ 100, se obtuvo como resultado, que los beneficios habrían disminuido un 5% de media en las primeras y un 22% en las segundas.

Otro aspecto que, de forma indirecta, puede verse dañado por la contabilización de las stock options es el referente al poder de retención de los empleados en ciertas empresas. Así, las pequeñas empresas del sector de alta tecnología han argumentado que, ofrecer stock options, es la mejor fórmula para retener a sus profesionales más valiosos. Dichas

empresas reclaman que las pérdidas resultantes, al reconocer el gasto, podrían dañar sus stock options y colocarlas en desventaja comparativa con respecto a las empresas más grandes, al estar éstas más preparadas para absorber dichos gastos [Apostolou y Crumbley, 2005, p. 1]. A este respecto, muchos economistas y líderes del sector tecnológico argumentan que las stock options se han convertido en una característica fundamental del capitalismo americano que les ha permitido alcanzar el liderazgo económico mundial [Templin, 2005, p. 358].

Sin embargo, y dejando a un lado la evidencia de que los beneficios disminuirán con carácter global, al contabilizarse un gasto eximido con anterioridad, habría que analizar si este reconocimiento afecta o no al desarrollo económico de las empresas y de la economía en general. Todo ello debe considerarse conforme al cumplimiento con el objetivo de la contabilidad que, según el Marco Conceptual del IASB, es suministrar información acerca de la situación financiera, actividad y flujos de fondos de una empresa, y según el PGC-90 es mostrar la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la empresa.

En cualquiera de los casos, no sería admisible hacer subir artificialmente los precios de las acciones, ofreciendo a los accionistas información incompleta, especialmente a la luz de los recientes escándalos financieros de algunas empresas. Burbuja bursátil a la que muchas empresas han contribuido anunciando resultados demasiado optimistas no contabilizando en los resultados las promesas de salarios futuros [Leonhardt, 2000, p. 40].

En base al argumento anterior, para los inversores es fundamental conocer el número y la cuantía de las opciones sobre acciones concedidas o en circulación y de su correspondiente precio de ejercicio. Además, una vez ejercitadas las opciones en circulación, los empleados tendrán derecho a futuros dividendos a cambio de un importe (el precio de ejercicio) inferior al precio de mercado de las acciones. Es obvio que los inversores han de poder estar informados acerca de las opciones sobre acciones que poseen o de las que quieren convertir en participaciones. Por tanto, no cabe duda de que las empresas han de proporcionar de un modo u otro dicha información, y que ésta ha de ser correcta y completa [Comisión Europea, 2003, p. 53].

Por otro lado, el reconocimiento del gasto de los planes de opciones sobre acciones provoca variabilidad en los beneficios, debido a que el gasto puede variar de un año a otro

en función de que se produzcan diferentes modificaciones en el plan. Sin embargo, este hecho no hace nada más que reflejar la realidad y es que, al elegir como sistema retributivo las opciones sobre acciones, se está introduciendo variabilidad en los beneficios para los accionistas [Damodaran, 2005, p. 13], al desconocer, con exactitud, cuál será el importe total que podrán percibir los beneficiarios.

Por último, en opinión de la Comisión Europea [2003, p. 53], no existen las suficientes pruebas empíricas de que las empresas, que han cambiado sus prácticas contables, para pasar a considerar las opciones sobre acciones, concedidas a los trabajadores, como un gasto, hayan salido perdiendo como consecuencia del cambio.

4.3. POSTURAS NORMATIVAS SOBRE LA CONTABILIZACIÓN DE LAS STOCK OPTIONS COMO GASTO

Si hay un país que ha destacado en el tema de las opciones sobre acciones para empleados, ése es EEUU, que lleva décadas estudiando el tema y que ha emitido varias normas al respecto. De ahí que se dedique una especial atención a su normativa.

Por su parte, el IASB, hasta la emisión de la NIIF 2, no tenía ninguna norma específica para el tratamiento contable de estos sistemas retributivos, aunque sí se dedicaba una pequeña referencia en la NIC 19 “Retribuciones a los empleados”. A partir del momento en que el IASB añadió a su agenda el proyecto de norma sobre planes de opciones y otros sistemas retributivos referenciados al valor de las acciones algunos organismos publicaron sus propuestas al respecto [NIIF 2, 2005, párrafo BC4] (ver *Cuadro 4.1*).

CUADRO 4.1
PROPUESTAS REALIZADAS POR ORGANISMOS CONTABLES SOBRE LAS
STOCK OPTIONS (2000-2003)

ORGANISMO	PROPUESTA/NORMA
DANISH INSTITUTE OF STATE AUTHORISED PUBLIC ACCOUNTANTS	Discussion Paper: “ <i>The accounting treatment of share-based payments</i> ” (Abril 2000)
GERMAN ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE	Draft Accounting Standard (Borrador): “ <i>Accounting for share option plans and similar compensation Arrangements</i> ” (Junio 2001)
ACCOUNTING STANDARDS BOARD OF JAPAN	Summary Issues on Share-Based Payment (Diciembre de 2002)
FINANCIAL ACCOUNTING STANDARD BOARD	Añadió a su agenda el proyecto de revisar su norma SFAS 123 [1995] sobre pagos en acciones y opciones (Marzo 2003)
CANADIAN ACCOUNTING STANDARDS BOARD	En noviembre de 2003, modificó el Handbook Section 3780 “ <i>Stock-based compensation and other stock-based payments</i> ” introduciendo la obligación de contabilizar al valor razonable todos los pagos en acciones a partir del 1 de enero de 2004

Fuente: Elaboración propia.

Sin embargo, en nuestra normativa no existe ninguna referencia a cómo deben contabilizarse estos sistemas retributivos, aunque se han realizado algunas propuestas por parte del ICAC y de AECA.

4.3.1. EEUU

La OPB Opinion 25 “*Accounting for Stock Issued to Employees*”, aprobada en 1972, tenía como finalidad establecer un marco para contabilizar los planes de opciones que una empresa ofrece a sus empleados³⁰¹.

³⁰¹ Junto a esta norma destacan otras tales como: ARB-43, Capítulo 13B “Compensación incluida en Planes de Opciones y de Compra de Acciones”, FIN-28 “Contabilización de Derechos de Revalorización de Acciones y Otros Planes Variables de Opciones o Concesiones de Acciones”, FIN-31 “Tratamiento de planes de Compensación en Acciones al Calcularse la Utilidad por acción”, FIN- 38 “Determinación de la Fecha de Medición para Planes de Opciones, Compra o Adjudicación de Acciones Junior” y FTB 82-2 “Contabilización de la Conversión de Opciones para la Compra de Acciones a Opciones con Incentivos, como resultado de la Ley Impositiva de 1981 para la recuperación económica” [Miller, 1994].

Esta norma distinguía entre planes no compensatorios (*non compensatory plans*) y planes compensatorios (*compensatory plans*). Los primeros se daban cuando el efectivo que se recibiría, al emitirse las acciones, era similar al efectivo que se recibiría si las ofreciera en venta a sus accionistas y al mercado. Las características que debían cumplir este tipo de planes eran las siguientes [AICPA, 1972, p. 7]:

1. Posibilidad de participación de prácticamente todos los empleados a tiempo completo, que cumplan con ciertas condiciones de empleo (los ejecutivos pueden ser excluidos).
2. Ofrecimiento de las acciones equitativamente o basadas en porcentajes uniformes del salario.
3. El período permitido para el ejercicio de la opción debe ser razonable.
4. El descuento (diferencia entre el precio de ejercicio y el valor de mercado) no puede ser superior al que se ofrecería a los accionistas o a otros.

Los segundos se daban, cuando no se cumplían estas características y, en términos generales, cuando la empresa emitía sus acciones para uno o más empleados a un precio menor que el precio de mercado, siendo frecuente la exigencia del cumplimiento de ciertos requisitos (permanencia en el puesto de trabajo, prohibición de la venta de las acciones, etc.).

Cuando el plan no era compensatorio, normalmente no se recogía ningún tipo de coste de compensación. Por el contrario, si era compensatorio, sí se debía reconocer un coste de compensación.

Por otro lado, también se distinguió entre planes de opciones fijos y variables [Brownlee y Lynch, 2001, p. 4; Espahbodi *et al.*, 2002, p. 346; Chance, 2004, p. 2; Arce y Giner, 2005, p. 30]. Los planes fijos (*fixed option grants*), normalmente los más utilizados, se caracterizaban porque todas las condiciones del contrato están determinadas, acordándose, por ejemplo, el precio de ejercicio y el número de opciones que se emitirán. Sin embargo, en el caso de planes variables (*performance-based grants*), el número de opciones emitidas o el precio de ejercicio dependen, por lo general, de los resultados de la actuación de los empleados (beneficios de la empresa, precio de las acciones, etc.). Los planes variables, a su vez, pueden clasificarse en [González Bravo, 2000, p. 18]:

- Opciones concedidas con precio: las opciones son emitidas al precio del activo subyacente, pero el poseedor sólo las recibe cuando las acciones alcanzan un precio designado más alto.
- Opciones concedidas en virtud del rendimiento: las opciones están sujetas a determinados objetivos y sólo son concedidas, cuando estos objetivos han sido conseguidos.

El método establecido en la Opinión 25 para calcular el coste de compensación, ya se trate de un plan fijo o variable, fue el del valor intrínseco (*intrinsic value method*). El valor intrínseco recoge la diferencia entre el precio de la acción en el momento de la emisión del plan y el precio de ejercicio de las opciones. La fecha de valoración recogida en la Opinión 25 es aquella en la que se conoce el número de opciones y el precio de ejercicio.

CUADRO 4.2
PRINCIPALES NORMAS AMERICANAS SOBRE LA CONTABILIZACIÓN DE LAS OPCIONES SOBRE ACCIONES

AÑO	NORMA
1972	APB Opinion 25 <i>“Accounting for Stock Issued to Employees”</i>
1993	Statement of Position No. 93-6 <i>“Employers’ Accounting for Employees Stock Ownership Plans”</i>
1995	SFAS 123 <i>“Accounting for Stock-Based Compensation”</i>
1999	<i>“Accounting for certain transactions involving stock compensation. An interpretation of APB Opinion 25”</i>
2000	<i>“Interpretation No. 44. Accounting for certain transactions involving stock compensation”</i>
2002	SFAS 148 <i>“Accounting for Stock-Based Compensation – Transition and Disclosure”</i>
2004	SFAS 123 (R) <i>“Share-Based Payment”</i>

Fuente: Elaboración propia.

Así, en el caso de planes fijos, la fecha de concesión coincide con la fecha de valoración, calculándose el coste como la diferencia entre el valor de mercado de las acciones y el precio de ejercicio en esa fecha (si ambas variables coinciden, el coste será cero). Sin embargo, para los planes variables, en la fecha de concesión no se conocen ni el precio ni el número de opciones, por lo que el coste se calculará, en la fecha de ejercicio de las opciones, como la diferencia entre el valor de mercado de las acciones y el precio de ejercicio.

El diferente criterio contable, establecido en la normativa APB 25, para los dos tipos de planes que, en ningún caso, es entendible, teniendo en cuenta que se trata de la misma transacción [Huddart y Lang, 1996, p. 8; Nwogugu, 2006, p. 12], fomentó que la mayoría de las empresas se decantasen por utilizar planes fijos [Brownlee y Lynch, 2001, p. 4], haciendo coincidir el precio de ejercicio con el valor de cotización de las acciones en el momento de la concesión [Templin, 2005, p. 362] y evitándose así tener que reconocer el coste de compensación en la cuenta de pérdidas y ganancias, ya que el valor intrínseco en dichos casos es cero [Hull y White, 2004, p. 114; Choudhary *et al.*, 2006, p. 5; Frederickson *et al.*, 2006, p. 5].

En la práctica, según un estudio realizado por Murphy [1998] de un total de 728 planes de opciones sobre acciones (tradicionales) otorgados por empresas americanas en 1992, en 692 planes, el precio de ejercicio se fijó en base al valor de mercado de las acciones, lo que supuso que el 95% de los planes, siguiendo el método del valor intrínseco, no tuviesen que reconocer coste alguno al dar, como resultado, cero.

El método del valor intrínseco, por tanto, no se ha mostrado como el más indicado si el objetivo, que se pretende alcanzar, es que las empresas recojan en sus estados contables el impacto de la entrega de este tipo de sistemas retributivos, ya que casi siempre da, como resultado del gasto, cero, lo que pone de manifiesto que este método, en ningún caso, recoge la posibilidad de que en el futuro el precio de las acciones sea superior al precio de ejercicio [Toland, 2004, p. 1; CBO, 2004, p. 3; Apostolou y Crumbley, 2005, p. 1; Templin, 2005, p. 384]. Además, tampoco tiene en cuenta el valor temporal del dinero que el poseedor de la opción ahorra al diferir la compra de las acciones [CBO, 2004, p. 3; Mock, 2005, p. 363].

Posteriormente, cuando el FASB retomó el tema de las opciones entregadas a empleados, se planteó la inclusión en el proyecto de norma de la exigencia del uso del método del valor razonable (*fair value method*), método que conseguiría que el gasto de estos sistemas retributivos apareciera en la cuenta de pérdidas y ganancias, con independencia de si el precio de ejercicio establecido para las opciones es igual al valor de mercado en el momento de la entrega. Dicha postura se encontró con una fuerte oposición y presiones políticas³⁰² [Aboody *et al.*, 2001, p. 7; Brownlee y Lynch, 2001, p. 5; Bastidas, 2002, p. 4; Chance, 2004, p. 3; Mock, 2005, p. 368]. Incluso los mercados reaccionaron negativamente al anuncio del FASB de obligar a que el gasto de las opciones sobre acciones apareciera en la cuenta de resultados, tal y como constataron Espahbodi *et al.* [2002].

Sin embargo, el motivo por el que gran cantidad de importantes empresas se opusieron a dicha reforma fue la preocupación de los altos directivos, ante el hecho de que se dieran a conocer sus emolumentos [Guay *et al.*, 2003, p. 408], y no porque realmente la inclusión como gasto de las stock options provoque un incremento del coste del capital, argumento aludido por dichas empresas para justificar su oposición [Dechow *et al.*, 1996; Maris *et al.*, 2003, p. 670].

Finalmente, en la redacción del SFAS 123 “*Accounting for Stock-Based Compensation*” [1995] no se incluyó dicha exigencia, optando por permitir elegir entre el método recogido, anteriormente, valor intrínseco o el nuevo valor razonable.

A pesar de dar a elegir entre estas dos opciones, el FASB recomendaba encarecidamente utilizar la segunda opción, al establecer que “*continues to relieve that financial statements would be more relevant and representationally faithful if the estimated fair value of employee stock options were included in determining and entity’s net income, just as all other forms of compensation are included*” [FASB, 1995, párrafo 61].

Esta postura se encontraba apoyada fundamentalmente por dos argumentos [Hillegeist y Peñalva, 2001, p. 3]:

³⁰² En EEUU, durante los años 90, ciertas empresas y asociaciones ejercieron gran presión en algunos proyectos emprendidos por el FASB, a través de sus contactos en el gobierno o miembros del congreso, no sólo por lo que se refiere al tema de las compensaciones en acciones sino también en el tema de los valores negociables y los intangibles [Zeff, 2002, p. 49].

- a) Las empresas podrán estimar con fiabilidad el valor razonable de las opciones sobre acciones y de comunicarlo a los usuarios de la información financiera de modo creíble;
- b) El valor razonable de las opciones sobre acciones proporciona información que es relevante para la predicción de los flujos futuros y, por tanto, en la determinación del precio de la acción.

Debemos destacar como novedad, con respecto a la norma anterior, que a pesar de la posible elección, si finalmente una empresa se decidía por seguir aplicando el “método del valor intrínseco” (intrinsic value method), ésta debía incluir una nota en la Memoria, señalando el impacto en el resultado si se hubiese utilizado el método del valor razonable (llamado “*pro forma disclosure*”), situación que obligó a las empresas a calcular dicho valor y a ir familiarizándose con el mismo. Esta nota deberá recoger la información exigida en el método alternativo, además, del beneficio pro-forma [Hillegeist y Peñalva, 2001, p. 3].

CUADRO 4.3
PRINCIPALES DIFERENCIAS ENTRE LA APB OPINION 25 Y SFAS 123

ASUNTO	APB OPINION 25	SFAS 123
Ámbito de la norma	Planes fijos Opciones emitidas a los empleados	Planes fijos y variables Opciones emitidas para empleados y no empleados
Día de determinación del valor de las stock options	Día en que son conocidos el número de acciones y el precio de ejercicio	Día de entrega para los planes fijos y variables
Reconocimiento	Coste y capital propio (generalmente no reconocido)	Coste y capital propio
Valoración inicial	Método del valor intrínseco	Método del valor razonable o método del valor intrínseco
Número de opciones utilizadas para el cálculo del coste	Total de opciones emitidas	Número estimado de opciones a ejercitar o número total de opciones concedidas
Valoración en los períodos siguientes	Planes fijos: sin ajustes posteriores Planes variable: ajustes en periodos siguientes	Planes fijos y variables: sin ajustes posteriores

Fuente: Morais [2003, p. 7]

En el caso de aplicar el “método del valor razonable” (fair value method) para la valoración y reconocimiento de las opciones sobre acciones, como gasto en las cuentas anuales, se recogía la recomendación de la utilización de la fórmula de Black-Scholes o del método binomial. Adicionalmente, la empresa indicará, en una nota de la memoria, qué método ha utilizado para valorar las opciones sobre acciones, los parámetros empleados, el valor razonable de las opciones emitidas, el número y precio promedio de ejercicio de las opciones en circulación y el número y precio medio de ejercicio de las opciones que ya han superado el período de exclusión [Hillegeist y Peñalva, 2001, p. 3]. Además, se exige lo siguiente:

- Informar trimestralmente, mediante notas a los estados financieros, de la utilidad neta y la razón de utilidad por acción que se hubiese obtenido, si se hubiese utilizado el método del valor razonable.
- Recoger la diferencia entre el gasto de compensación reconocido, de acuerdo con el método del valor intrínseco y el gasto calculado bajo el método del valor razonable.
- Indicar los efectos fiscales adicionales que hubieran sido reconocidos en el estado de resultados, si el método del valor razonable hubiera sido utilizado.

En cualquier caso, una vez elegido uno de los métodos alternativos, debía utilizarse el mismo para contabilizar todos los planes que tenga la empresa. Asimismo, si el método elegido era el del valor razonable no podía cambiarse de método.

En la práctica, a pesar de la recomendación por parte del FASB del uso por parte de las empresas del valor razonable, según la Comisión Europea [2003, p. 52] “*parece ser que hoy en día la mayor parte de las empresas siguen aplicando la APB 25, por lo que la concesión de opciones sobre acciones a los trabajadores no suele afectar a las cifras de la cuenta de pérdidas y ganancias*”. El estudio realizado por Deloitte [2003] demuestra que la mayoría de las empresas encuestadas (196 empresas de las cuales 175 pertenecen al sector tecnológico) no contabilizan las opciones sobre acciones como gasto, sino que se limitan a recoger dicha información en las notas, contabilizando al valor intrínseco (Ver *Gráfico 4.2.*). En opinión de Botosan y Plumlee [2001, p. 323], las empresas decidieron seguir utilizando el método del valor intrínseco, primero, porque siguiendo este método, si las opciones se entregan “*at the money*”, nunca supondrán un gasto a contabilizar y,

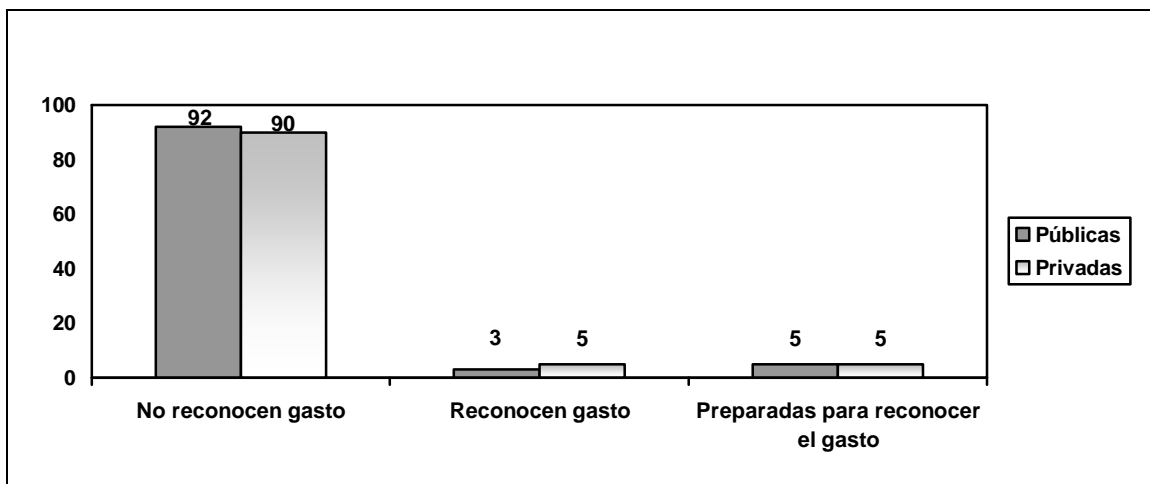
segundo, por no poder cambiar el método elegido si se decantan por la utilización del valor razonable.

La labor del FASB, en relación con los planes de opciones, no terminó con la publicación del SFAS 123 en 1995, ya que siguió trabajando en el tema. De hecho, su trabajo se materializó en dos interpretaciones.

En 1999, publicó la interpretación “*Accounting for certain transactions involving stock compensation, An interpretation of APB Opinion N 25*”, que intentó clarificar cuestiones surgidas tras la emisión del SFAS 123 y que había provocado controversias, al permitirse la utilización indistinta de dos métodos de valoración.

En marzo de 2000, se publicó la Interpretación nº 44 “*Accounting for certain transactions involving stock compensation*” que fue efectiva a partir de julio del mismo año. Esta nueva interpretación limitó las situaciones en las que una empresa podía seguir utilizando el método del valor intrínseco. Estas restricciones provocaron que un grupo específico de emisiones de opciones para retribuir a los empleados fuesen contabilizadas siguiendo el método del valor razonable, generando el reconocimiento de una partida de gasto que debería recogerse en sus estados financieros y que antes no aparecía reflejado [González Bravo, 2000, p. 20].

GRÁFICO 4.2
POSICIÓN DE LAS EMPRESAS DE EEUU CON RESPECTO AL RECONOCIMIENTO DEL GASTO DE LAS STOCK OPTIONS



Fuente: Deloitte [2003, p. 3]

A partir del año 2002, tras los escándalos de Enron y WorldCom, muchas empresas estadounidenses³⁰³ anunciaron su intención de contabilizar el gasto derivado de los planes de opciones sobre acciones [Aboody *et al.*, 2004, p. 124; Elayan *et al.*, 2004, p. 3; Robinson y Burton, 2004, p. 97; Choudhary *et al.*, 2006, p. 5; Frederickson *et al.*, 2006, p. 1; Johnston, 2006, p. 399], anticipándose a la aprobación definitiva de la norma que obligaría a reconocer dicho gasto.

El objetivo de estos anuncios, según Seethamjaru y Zach [2003, p. 27], fue el de generar publicidad positiva y transmitir a los inversores su honestidad. Como consecuencia, las empresas anunciantes experimentaron un incremento en el valor de sus acciones en los días siguientes al anuncio, con respecto a aquellas empresas que podrían haberlo reconocido y no lo hicieron, según se desprende del estudio realizado por Elayan *et al.* [2004] sobre una muestra de 140 empresas, que anunciaron su intención de reconocer el gasto. Estos autores concluyen que los resultados indican que el mercado reacciona favorablemente a la transparencia informativa, penalizando, por otro lado, a las empresas que parece que tienen algo que esconder.

De forma similar, el estudio realizado por Aboody *et al.* [2004], concluye que, el anuncio de las diferentes empresas de pasar a reconocer, como gasto, los planes de opciones sobre acciones, provocó una reacción positiva en los precios de las acciones, especialmente para aquellas empresas que incluyeron, como motivo del cambio, el hecho de incrementar la transparencia en sus estados financieros. También establecen la existencia de varios factores clave que llevan a que determinadas empresas hubiesen anunciado su intención de recoger el gasto y otras no, como son la diferente participación que tengan en los mercados de capitales, los incentivos que hayan entregado a sus empleados clave, etc. Finalmente, argumentan que las empresas pasarán a recoger el gasto cuando estimen que los beneficios derivados de dicha inclusión superen a los costes.

En contra de los estudios anteriores, Deshmukh *et al.* [2006], con una muestra de 224 empresas, concluyen que, el anuncio de la decisión de recoger el gasto en las cuentas

³⁰³ Los datos no son precisos, ya que según la empresa consultora Hewitt Associates [2003] alrededor de 200 compañías anunciaron su intención de pasar a contabilizar las opciones sobre acciones como gasto en sus estados contables, siguiendo a Elayan y Pukthuanthong [2004] fueron alrededor de 150 compañías. Por su parte, Toland [2004] recoge que en mayo de 2003, 276 compañías, representantes del 20% del S&P 500 pasaron a utilizar el método del valor razonable, mientras que en febrero de 2004, el porcentaje se incrementó hasta el 41% de las empresas del citado índice.

anuales, no tuvo un impacto significativo en el valor de las acciones. Esta conclusión es considerada consistente con la idea de que el precio de las acciones ya incorpora el gasto de las opciones recogido en las notas a los estados financieros.

Para ir ayudando a las empresas sobre el impacto del cambio de normativa hacia el uso del método del valor razonable, en diciembre de 2002, el FASB emitió la SFAS 148 “*Accounting for Stock-Based Compensation – Transition and Disclosure*”, que modificó la SFAS 123 para proporcionar métodos alternativos de transición al método de contabilización al valor razonable de las retribuciones en acciones para empleados. Asimismo, modificó las disposiciones de desglose de la SFAS 123, para exigir que se incluyesen los efectos que tiene la política contable de una entidad, en relación con la retribución en acciones a empleados, sobre el resultado neto y los beneficios por acción, presentados en los estados financieros anuales y a fechas intermedias.

Por lo tanto, la SFAS 148 no modificó la SFAS 123 para exigir a las sociedades la contabilización de las concesiones de acciones a sus empleados utilizando el método del valor razonable. Sin embargo, las disposiciones de desglose son obligatorias para todas las sociedades con retribuciones en acciones para los empleados, independientemente de que utilicen el método del valor intrínseco o el método del valor razonable. La SFAS 148 era aplicable a los ejercicios que comenzasen a partir del 15 de diciembre de 2002, permitiéndose su aplicación anticipada. Los métodos alternativos de transición, recogidos en la SFAS 148, son los siguientes³⁰⁴:

1. *Prospective Method*. Consiste en aplicar las reglas de reconocimiento de los planes de opciones sobre acciones para aquellos planes que hayan sido modificados o establecidos después del inicio del ejercicio en el cual las normas de reconocimiento se aplican por primera vez.
2. *Modified Prospective Method*. Reconocer el coste de los planes retributivos desde el inicio del ejercicio en el que las reglas de reconocimiento son aplicadas por primera vez, como si el método del valor razonable hubiera sido utilizado para contabilizar todos los planes otorgados, modificados o establecidos en ejercicios iniciados después del 15 de diciembre de 1994.

³⁰⁴ Nuevo párrafo 52 de la SFAS 123 introducido por la SFAS 148.

3. *Retroactive restatement Method*. Ajustar todos los ejercicios presentados para reflejar el coste de compensación de pagos basados en acciones a empleados, según el método del valor razonable, que hayan sido modificados o establecidos en los ejercicios iniciados después del 15 de diciembre de 1994. El ajuste de los ejercicios anteriores a esta fecha se permite, pero no se exige. La utilidad neta ajustada y la utilidad por acción ajustada de períodos anteriores debe ser determinada de una manera consistente con los requerimientos del SFAS 123.

El FASB siguió trabajando en una norma que obligase a contabilizar las opciones entregadas a los empleados como gasto, pero no fue hasta la aprobación de la NIIF 2 [2004] por el IASB, que el FASB procedió a revisar su SFAS 123 para hacerla compatible con la citada norma en el marco del acuerdo (“*Norwalk Agreement*”), firmado por ambos organismos contables el 29 de octubre de 2002. En dicho acuerdo, ambas organizaciones se comprometieron a unir sus esfuerzos para conseguir que sus normas fuesen compatibles y coordinar sus trabajos para que, una vez alcanzada la compatibilidad, ésta se mantuviese en el futuro [IASB, 2002].

Dentro del programa de trabajo elaborado por los dos organismos se incluyó eliminar a corto plazo, es decir, durante el año 2003, las diferencias entre las USGAAP y las NIC, seguir esa eliminación de diferencias en los futuros proyectos, coordinar los proyectos emprendidos en la actualidad y animar a sus respectivos cuerpos interpretativos a que coordinen sus actividades.

Finalmente, la norma revisada SFAS 123 (R) “*Share-Based Payment*” fue aprobada en diciembre de 2004³⁰⁵. La principal novedad de la revisión es la supresión de la posibilidad de utilizar el método del valor intrínseco para el reconocimiento de los gastos provocados por el establecimiento de planes de opciones sobre acciones u otros instrumentos financieros para los empleados. Dicha supresión y el resto de modificaciones tenían como principal objetivo hacer converger esta norma con su homóloga aprobada por

³⁰⁵ La norma SFAS 123 (R) no se aplica a los planes para no empleados o para los ESOPs. Para los planes destinados a no empleados se aplica la Emerging Issues No. 96-18 “Accounting for Equity Instruments that are issued to other than employees for acquiring or in conjunction with selling, good or services”. Para los ESOPs, se pueden aplicar la Statement of Position No. 93-6 “Employers’ Accounting for Employee Stock Ownership Plans” o No. 76-3 “Accounting Practices for certain Employee Stock Ownership Plans”.

el IASB. Sin embargo, el FASB hizo referencia a otras razones para llevar a cabo dicha revisión [FASB, 2004]:

- Enfocar la normativa hacia los usuarios. Con la utilización del método del valor intrínseco, en la mayoría de los casos, no se recogía en los estados financieros las consecuencias económicas del uso de los planes de opciones sobre acciones para retribuir a los empleados.
- Permitir la comparabilidad de los estados financieros, al eliminar alternativas contables. En los años siguientes a los casos de Enron y WorldCom, 750 compañías anunciaron que adoptarían o tenían intención de adoptar el método del valor razonable. Sin embargo, el resto de las empresas siguieron utilizando el método del valor intrínseco. Por lo tanto, operaciones económicas iguales o similares, no presentaban el mismo tratamiento contable, de ahí que, el FASB se planteó cambiar la normativa para solucionar dicha circunstancia.
- Simplificar sus normas. Con la eliminación de uno de los métodos permitidos, el del valor intrínseco, consigue simplificar sus USGGAP.

Por otra parte, se introducen modificaciones por parte del FASB en el método del valor razonable con respecto a la norma anterior para conseguir que los métodos recogidos en ambas normas, NIIF 2 y SFAS 123 (R) sean similares.

La aprobación definitiva de la norma SFAS 123 (R), en EEUU, provocó que muchas empresas aceleraran sus planes, para evitar tener que contabilizarlo siguiendo el método propugnado en la citada norma. Así, Choudhary *et al.* [2006] realizaron un estudio para intentar explicar los motivos reales que llevaron a que muchas empresas estadounidenses aceleraran el ejercicio de las opciones entregadas a sus trabajadores. Entre los motivos contables recogidos, además de los motivos de carácter económico y de los problemas de agencia, podemos destacar los siguientes:

- Aquellas empresas que tengan opciones ahogadas, en el momento de entrada en vigor de la nueva norma, estarán más interesadas en acelerar el ejercicio, ya que serán reacias a reconocer un gasto por unas opciones que no tienen ningún valor.

- Evitar reconocer los gastos en la cuenta de resultados, desde dos puntos de vista. Por un lado, para evitar incluir ese gasto en la información que se proporciona al mercado, especialmente interesadas estarán aquellas empresas que vienen generando pérdidas. Por otro, también se pretende evitar que la inclusión del gasto influya sobre la opinión de los accionistas, ya que la relación entre directivos y accionistas empeorará si los beneficios son bajos o se obtienen pérdidas como consecuencia del establecimiento de sistemas retributivos que, en la mayoría de los casos, tienen como beneficiarios a los propios directivos.

Otras empresas han manifestado su intención de reducir el peso de las opciones sobre acciones de su paquete de retribución. Así, según un estudio realizado por Deloitte [2004b] con una muestra de 165 empresas, ante la pregunta de si tenían intención de reducir el uso de las opciones sobre acciones como sistema retributivo, el 46% contestaron que sí, el 29% que ya lo habían reducido y el 25% contestó que no. Entre las razones aludidas, sobre la decisión de disminuir el uso de las opciones, destacan el coste a reconocer en la cuenta de resultados con las nuevas normas contables y la consecuente dilución que provocará el reconocimiento de dicho gasto.

4.3.2. IASB

Con anterioridad a la emisión de la NIIF 2 “Pagos basados en acciones” en 2004, no existía en el seno del IASB ninguna norma específica que regulase las retribuciones en acciones u otros instrumentos financieros de capital. Así, la única referencia sobre ellas, podía encontrarse en la NIC 19 “Retribuciones a los empleados”.

La NIC 19 entró en vigor para la elaboración de los estados financieros que comprendiesen ejercicios iniciados a partir del 1 de enero de 1999. Sustituyó a la antigua NIC 19 “Coste de las Prestaciones por retiro”, aprobada por el Consejo del IASC en 1993, en una versión ya revisada. Tras modificaciones en la NIC 10 (revisada en 1999) “Hechos posteriores a la fecha de balance”, que afectaron a la NIC 19, se realizó otra revisión de la norma, entrando en vigor para ejercicios comenzados a partir del 1 de enero de 2000.

A lo largo del año 2000 se produjeron otra serie de modificaciones, entrando en vigor para los ejercicios iniciados a partir del 1 de enero de 2001. El año 2002 supuso también modificaciones del reconocimiento de gastos en la cuenta de pérdidas y ganancias, teniendo vigencia para ejercicios que terminen a partir de 31 de mayo de 2002.

Siguiendo la NIC 19 [2002], las retribuciones en acciones u otros instrumentos de capital a largo plazo debían incluir las siguientes prestaciones:

- a) Acciones, opciones sobre acciones y otros instrumentos de capital, emitidos para los empleados a un precio menor que el valor razonable al que tales instrumentos se emitirían para su compra por terceros; y
- b) Pagos en metálico, cuya cuantía dependerá del precio futuro de mercado de las acciones recogidas en los estados financieros de la empresa.

Con respecto a su reconocimiento y valoración no se recogió en esa norma exigencia alguna al respecto, por lo que no se registraría como un gasto, debido fundamentalmente a “*la falta de consenso internacional sobre el reconocimiento y la valoración de las obligaciones y los costes derivados de la misma*” [Casanovas y Manzano, 2003, p. 387]. Sin embargo, sí se establecieron una serie de requisitos informativos (ver *Cuadro 4.4*) al reconocer que este tipo de sistemas retributivos puede afectar a la situación financiera de la empresa, si ésta se ve obligada a emitir instrumentos financieros de capital o a convertir los ya existentes, y al rendimiento y a los flujos de efectivo de la empresa, si lo que se producen son entregas de efectivo.

Con respecto al reconocimiento e inclusión del valor razonable de este tipo de instrumentos, era una exigencia para todos los sistemas retributivos basados en acciones u otros instrumentos³⁰⁶, a excepción de las opciones sobre acciones [IASB, 2002, párrafo 148], como consecuencia, tal y como señalaba la propia norma en su párrafo 152, de la

³⁰⁶ A este respecto, debe recogerse información sobre [IASB, 2002, párrafo 148]:

- a) El valor razonable, tanto al principio como al final del ejercicio, de los instrumentos financieros de capital emitidos por ella misma (distintos de las opciones sobre acciones) y poseídos por los planes de retribución en acciones u otros instrumentos de capital; y
- b) Valor razonable, en la fecha de emisión, de los instrumentos financieros de capital emitidos por la propia empresa durante el ejercicio (distintos de las opciones sobre acciones) para los planes de retribución en acciones u otros instrumentos de capital o para los empleados, o bien emitidos por los planes de prestaciones diferidas en instrumentos de capital para los empleados.

falta de consenso internacional acerca de la manera apropiada de determinar el valor razonable de las opciones sobre acciones.

En 2005, la aprobación de la NIIF 2 “Pagos basados en acciones” supuso la supresión de los párrafos de la NIC 19, referentes a las retribuciones en acciones y otros instrumentos de capital.

CUADRO 4.4
INFORMACIÓN A REVELAR SOBRE LAS RETRIBUCIONES EN ACCIONES (U
OTROS INSTRUMENTOS FINANCIEROS) SEGÚN LA NIC 19
“RETRIBUCIONES A EMPLEADOS”

Información a recoger en los estados financieros sobre Retribuciones en acciones (u otros instrumentos financieros de capital)

- a) Naturaleza y plazos de los planes de retribución (incluyendo, si las hubiera, las condiciones para hacer irrevocables estos derechos).
- b) Política contable usada en los planes de retribución.
- c) Importes reconocidos en cada uno de los estados financieros, como consecuencia de los planes de retribución.
- d) Número y plazos de los instrumentos financieros emitidos por la empresa y poseídos por los planes de retribución o por los empleados (incluyendo en todo caso, si fuese aplicable, los dividendos y derechos de voto, los derechos de conversión, los periodos y los precios para el ejercicio de los mismos, así como las fechas de caducidad). También debe ser especificado el grado de irrevocabilidad de los derechos de empleados sobre estos instrumentos financieros al inicio y al final del ejercicio.
- e) Número y plazos de los instrumentos financieros de la empresa emitidos durante el ejercicio, para su adquisición por los planes de retribución o por los propios empleados, o bien repartidos por los planes de retribuciones a los empleados de la entidad (incluyendo en todo caso, si fuese aplicable, los dividendos y derechos de voto, los derechos de conversión, los periodos y los precios para el ejercicio de los mismos, así como las fechas de caducidad), junto con el valor razonable de cualquiera contrapartidas recibidas por ésta y procedentes de los planes de retribución en instrumentos de capital o de los empleados de la empresa.
- f) Número, fechas y precios de ejercicio de las opciones sobre acciones ejercidas, en el seno de los planes de retribución en acciones u otros instrumentos de capital, durante el transcurso del período contable.
- g) Número de las opciones sobre acciones poseídas por los planes de retribución o por los propios empleados de la entidad beneficiarios de tales planes, que han caducado en el transcurso del período contable.
- h) Importe y condiciones principales de los préstamos o garantías realizados por la empresa que presenta los estados financieros a, o por cuenta de, los planes de retribución.

Fuente: IASB [2002, párrafo 147].

La NIIF 2 [2005, párrafo 7] establece que *“cuando los bienes o servicios recibidos o adquiridos en una transacción con pagos basados en acciones no reúnan las condiciones*

para su reconocimiento como activos, se reconocerán como gastos”. Ahora bien, quienes se oponen a que las opciones sobre acciones, concedidas a los trabajadores, se incluyan en la cuenta de pérdidas y ganancias, argumentan que hacerlo sería incompatible con el marco de las normas de contabilidad, pues estas opciones no suponen gasto alguno.

Desde el punto de vista conceptual, habría que analizar si la entrega de opciones sobre acciones podría englobarse dentro del concepto de gasto establecido por el IASB. Para ello, habría que recurrir a su Marco Conceptual³⁰⁷ (Ver Cuadro 4.5), documento publicado por el *International Accounting Standards Committee* (IASC, antecesor del IASB) en abril de 1989, con los objetivos de “ayudar a los organismos nacionales e internacionales emisores de normas en su tarea, orientar a los profesionales de la contabilidad en las áreas o aspectos no tratados en una norma específica y ayudar a los auditores en su opinión sobre si los estados financieros cumplían lo establecido en la normativa internacional” [Vallejo Torrecilla, 2005a, p. 63].

En España, ni en el PGC-90 ni en las Resoluciones del ICAC existe una declaración específica que pueda considerarse como un Marco Conceptual propiamente dicho. En las recomendaciones contenidas en el denominado Libro Blanco sobre la Reforma de la Contabilidad en España [ICAC, 2002] se sugiere la conveniencia de incluir un Marco Conceptual en la normativa contable española. El Marco Conceptual para la Información Financiera elaborado por AECA está basado en el Marco Conceptual del IASB, por lo que no existen diferencias dignas de mención entre ambos [Sánchez Fernández de Valderrama, 2003, p. 47].

En la cuarta parte del Marco Conceptual del IASB, titulada “Elementos que forman parte de los estados financieros”, se encuentran las definiciones de los elementos que forman parte de los estados financieros, estableciendo que “los elementos relacionados directamente con la medida de la situación financiera en el balance de situación son los activos, las obligaciones y el patrimonio neto. Los elementos directamente relacionados

³⁰⁷ Los marcos conceptuales se han definido como “una interpretación de la teoría general de la Contabilidad, mediante la que se establecen, a través de un itinerario lógico deductivo, los fundamentos teóricos en los que se apoya la información financiera” [Tua Pereda, 1998, p. 217] o como “una abstracción de las características más importantes de la información financiera (objetivos, usuarios, características cualitativas, hipótesis básicas, elementos de los estados financieros, condiciones de reconocimiento y medición, y concepto de mantenimiento de capital) hecha con el propósito de explicar las prácticas actuales y suministrar las claves para la revisión de las mismas, atendiendo siempre al principio de utilidad para los usuarios de la información financiera emanada de las empresas” [Gonzalo Angulo, 2002, p. 19].

con la medida de la actividad en el estado de resultados son los ingresos y los gastos” [IASB, 1989, párrafo 47].

CUADRO 4.5

CARACTERÍSTICAS DEL MARCO CONCEPTUAL DEL IASB

MARCO CONCEPTUAL DEL IASB

- El Marco Conceptual no es una norma más. Tiene un carácter descriptivo, no normativo.
- No deroga ni suprime ninguna NIC/NIIF.
- En caso de conflicto de una norma con el Marco Conceptual, prevale lo dispuesto en aquélla.
- Se aplica tanto a empresas industriales como comerciales y de servicios.
- Es aplicable tanto a estados financieros individuales como consolidados.
- Es aplicable a estados financieros de tipo general, sin entrar en estados especiales (estados presupuestarios o provisionales o de liquidación, por ejemplo).

Fuente: Vallejo Torrecilla [2005a, p. 63]

Siguiendo el Marco Conceptual del IASB, se considera un gasto como *“los decrementos en los beneficios económicos, producidos a lo largo del ejercicio contable, en forma de salidas o depreciaciones del valor de los activos, o bien como surgimiento de obligaciones, que dan como resultado decrementos en el patrimonio neto, y no están relacionados con las distribuciones realizadas a los propietarios de este neto patrimonial”* [IASB, 1989, párrafo 70b]. A partir de esta definición, para que exista un gasto, debe producirse alguno de los siguientes supuestos:

- Incremento de pasivos (lo cual, a su vez, provoca la disminución del patrimonio neto).
- Salida de activos.

Con respecto a que se produzcan incrementos del pasivo, según el Marco Conceptual, la definición de éste es: *“una deuda actual de la empresa, surgida a raíz de sucesos pasados, al vencimiento de la cual, y para cancelarla, la empresa espera desprenderse de recursos que incorporan beneficios económicos”* [IASB, 1989, párrafo 49b]. En base a esta definición, no se produce en ningún caso incrementos en el pasivo, ya

que no surgen deudas a favor de los empleados [Mock, 2005, p. 362], sino disminuciones en el neto, si finalmente se entregan las acciones a los beneficiarios de los planes.

Con respecto a que se produzcan salidas de activos, según el Marco Conceptual, éstos se definen como *“un recurso controlado por la empresa como resultado de sucesos pasados, del que se espera obtener, en el futuro, beneficios económicos”* [IASB, 1989, párrafo 49a], por lo que, en principio, los servicios prestados por los trabajadores no cumplen los criterios para que se reconozcan como activos, ya que *“su consumo no representaría una disminución del valor de un activo, ahora bien, si dichos servicios se incorporasen en el valor de los activos inventariables, por ejemplo existencias o activos fijos, al formar parte de su coste de producción no habría ningún problema, puesto que al consumir dichos activos se incorporarían a la cuenta de resultados”* [Arce y Giner, 2005, p. 33]. Por otra parte, podría considerarse que la contrapartida al servicio prestado a la empresa, que se trata de remunerar, es un elemento intangible que confiere el derecho opcional a adquirir acciones de la propia compañía que, en el caso de ejercerse, supondría la entrega de una partida de neto y no un elemento de activo [Rodríguez Enríquez, 2003, p. 24].

La interpretación que el IASB ha hecho de estas transacciones es que, los servicios recibidos de los trabajadores, sí constituyen activos, aunque no se reconocen como tal porque se consumen inmediatamente, por lo que se imputan como gastos del ejercicio de forma inmediata [Comisión Europea, 2003, p. 53; Rodríguez Enríquez, 2003, p. 24; Arce y Giner, 2005, p. 32; Emanuel, 2005, p. 41]. El IASB declaró que cualquier merma de los activos constituye un gasto, sin embargo, es fundamental que el término “activo” no se limite a los conceptos que puedan registrarse en un balance financiero. En un sentido más amplio, los activos son también recursos que adoptan la forma de servicios proporcionados por los trabajadores y que se consumen de forma inmediata una vez recibidos [NIIF 2, 2005, párrafo BC47³⁰⁸]. Este argumento está basado en el Statement of Accounting Concepts No. 6 del FASB, donde se recoge que:

³⁰⁸ Las siglas BC hacen referencia a “Bases para las Conclusiones”. Esta parte de la normativa internacional acompaña a la IFRS 2 emitida por el IASB, si bien, no forma parte de la misma, sin embargo, no ha sido incorporada por la Unión Europea en el Reglamento (CE) nº 211/2005, por el que aprobó la NIIF 2 “Pagos basados en acciones”.

Services provided by other entities, including personal services, cannot be stored and are received and used simultaneously. They can be assets of an entity only momentarily – as the entity receives and use them – although their use may create or add value to other assets of the entity... [párrafo 31].

En resumen, siguiendo el razonamiento utilizado por el IASB y por el FASB, la entrega de opciones sobre acciones a los trabajadores se trata de un gasto del ejercicio, ya que la empresa está adquiriendo y consumiendo recursos (servicios de los trabajadores) entregando a cambio una contraprestación con valor económico (acciones u opciones) [Hirst *et al.*, 2005, p. 101; Villacorta, 2005a, p. 7].

Las transacciones con pagos basados en acciones suponen, por tanto, el reconocimiento de un gasto, cuya contrapartida dependerá de cómo sea la liquidación. Cuando la liquidación sea mediante instrumentos de patrimonio, se reconocerá un incremento del neto, mientras que si la liquidación es a través de efectivo, se reconocerá un pasivo. Existe una tercera posibilidad de liquidación, consistente en otorgar la facultad de elección (en poder del empleado o de la entidad) de si la liquidación se realiza mediante la entrega de instrumentos de patrimonio o en efectivo.

CUADRO 4.6

RECONOCIMIENTO DE LAS TRANSACCIONES BASADAS EN ACCIONES EN BASE A LA FORMA DE LIQUIDACIÓN SEGÚN LA NIIF 2

TIPO DE TRANSACCIÓN	ADQUISICIÓN DE LOS SERVICIOS	CONTRAPARTIDA
Transacciones con pagos basados en acciones, liquidadas mediante instrumentos de patrimonio	Gasto	Incremento del Neto
Transacciones con pagos basados en acciones liquidados en efectivo	Gasto	Reconocimiento de un Pasivo
Transacciones con pagos basados en acciones que dan alternativas de liquidación en efectivo	Gasto	Incremento del Neto o reconocimiento de un pasivo

Fuente: Elaboración propia.

Los planes de opciones sobre acciones estarían dentro del primer grupo en el que la liquidación se hará mediante la entrega de instrumentos de patrimonio. Sin embargo,

también podrían encuadrarse en el tercer grupo, si la empresa se reserva el derecho de elección de la forma de liquidación o si entrega a los beneficiarios tal posibilidad de elección.

4.3.3. España

En España no existe norma alguna donde se haya recogido el tratamiento contable que debe darse a las opciones sobre acciones³⁰⁹, en general, ni a las opciones entregadas a los trabajadores, en particular. Esta falta de regulación contable, unida al hecho de que, desde el punto de vista laboral, hay opiniones contrapuestas sobre si las opciones sobre acciones pueden considerarse como salario o no³¹⁰, ha hecho que la mayoría de las empresas españolas no recojan la entrega de las opciones como un gasto en sus estados contables.

Desde el punto vista fiscal, la entrega de opciones sobre acciones es considerada como rentas en especie, al recoger la normativa que tendrán la consideración de dichas rentas, *“la utilización, consumo u obtención, para fines particulares, de bienes, derechos o*

³⁰⁹ Podemos mencionar la “Propuesta de documento sobre futuros y opciones por existencias”, emitida por AECA en enero de 1995, donde se recogen las normas de las opciones junto a las de futuros, con carácter no normativo y limitado únicamente a estas operaciones realizadas sobre existencias.

³¹⁰ Una parte de la doctrina jurisprudencial ha mantenido el carácter salarial de las opciones sobre acciones entregadas a los empleados. Esta posición se puede encontrar, entre otras, en la Sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Madrid de 22 de febrero de 2001, Sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Madrid de 2 de octubre de 2001 y dos Sentencias del Tribunal Supremo de 24 de octubre de 2001. Sin embargo, otra parte de la doctrina apoya el carácter no salarial de las opciones apoyada en la Sentencia del Juzgado de lo Social núm. 30 de Madrid de 5 de junio de 2000, la Sentencia del Juzgado de lo Social núm. 17 de Madrid y el Voto Particular formulado por tres magistrados a las dos sentencias del Tribunal Supremo de 24 de octubre de 2001. Para más información al respecto puede consultarse: Monereo Pérez, J.L. (2002): *Las stock options como salario*. Derecho del Trabajo y de la Seguridad Social, nº 1. Madrid; Tapia Hermida, A. (2002): *ESOPs (Employee stock options plan). Naturaleza salarial de las opciones laborales sobre acciones*. Revista de Trabajo y Seguridad Social nº 226, enero, pp. 202-216; 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, nº 29, pp. 133-153; Iglesias Cabero, M. (2002): *Nuevas fórmulas de compensación del trabajo: referencia a las “stock options”*. Revista del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, nº 38, pp. 123-141; etc.

*servicios de forma gratuita o por precio inferior al normal de mercado, aun cuando no supongan un gasto real para quien las conceda”*³¹¹.

Contablemente, tan sólo podemos destacar dos consultas emitidas por el ICAC relacionadas de forma indirecta con la contabilización de las opciones sobre acciones. Estas consultas tienen el carácter de consultivas y no vinculantes, por lo que las empresas no están obligadas a seguirlas. También debemos destacar la referencia expresa a este tipo de sistemas retributivos en el Documento nº 24 de AECA [2003], donde se expone el tratamiento contable a utilizar, siendo diferente en función del sistema de cobertura utilizado.

En primer lugar, la Consulta 1 del ICAC [1999a] responde sobre el procedimiento contable de ciertos gastos, cuando su importe se liquida a través de acciones, cuya emisión se ha efectuado por un valor inferior al de mercado. En este caso, se plantea la posibilidad de que una sociedad, que cotiza en bolsa, realice una emisión de acciones por debajo de su valor real³¹², aunque nunca inferior al valor neto patrimonial, para ser entregadas al personal de la empresa. Esta situación se daría, cuando la sociedad, que entrega opciones sobre acciones, decide realizar la cobertura mediante la emisión de acciones nuevas³¹³. Para dar respuesta a esta consulta el ICAC solicitó opinión a la Asesoría Jurídica de la Secretaría de Economía, cuya respuesta fue la siguiente:

La operación mercantil consistente en un aumento del capital, con exclusión del derecho de suscripción preferente, para retribuir al personal de la empresa, consideramos que no es ajustada a derecho por aplicación directiva y sistemática de lo establecido en los artículos 36, 38, 39, 151 y 159 c) del TRLSA. En efecto, el aumento del capital con emisión de nuevas acciones exige un contravalor que puede consistir tanto en nuevas aportaciones dinerarias o no dinerarias al patrimonio social, incluida la compensación de créditos, como en la transformación de reservas o beneficios (artículo 151 TRLSA) pero en ningún caso, la aportación del contravalor puede tener por objeto el trabajo o los servicios (artículos 36, 38 y 39 TRLSA). Por ello, la única interpretación plausible, según nuestro

³¹¹ Art. 46 del RD. Legislativo 3/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. Dentro del citado Art. 46.2 se recoge que no tendrán la consideración de rendimiento de trabajo en especie, entre otras, “*la entrega a los trabajadores en activo, de forma gratuita o por precio inferior al normal de mercado, de acciones o participaciones de la propia empresa o de otras empresas del grupo de sociedades, en la parte que no exceda, para el conjunto de las entregadas a los trabajadores, de 12.000 € anuales, en las condiciones que reglamentariamente se establezcan.*”

³¹² Según permite el Art. 159 del TRLSA, en redacción dada por la Disposición Adicional 34ª de la Ley 50/1998, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y de Orden Social.

³¹³ Véase el epígrafe “3.2.2.4. *La entrega de acciones nuevas a los beneficiarios del plan de opciones sobre acciones*”.

criterio, del requisito (entre otros) establecido en el artículo 159.1 b) del TRLSA respecto de que en la emisión de acciones habría de hacerse “con indicación de las personas a las que éstas habrán de atribuirse” no puede entenderse referido sino a terceras personas (físicas y jurídicas) ajenas a cualquier relación laboral o de servicios con las sociedad de que se trate, e incluso también al personal de la empresa, siempre que este realizara la aportación del contravalor con bienes dinerarios o no dinerarios pero no con su trabajo o servicios.

En resumen, dicha consulta plantea que es posible realizar ampliaciones de capital con valor inferior al real pero, en ningún caso, podrán entregarse las acciones como contraprestación del trabajo o servicios, sino que debe existir una contraprestación, ya sea dineraria o no dineraria. En la práctica, es normal que al recibir las acciones como consecuencia del ejercicio de las opciones se produzca el pago del precio del ejercicio (fijado previamente), por lo que no existen problemas con respecto a lo recogido en la citada consulta. Nada dice la misma sobre la entrega de las opciones, que suelen intercambiarse por el trabajo o servicios de los trabajadores, no existiendo contraprestación dineraria.

En segundo lugar, la Consulta 2 del ICAC [2001] sobre el registro contable de unas determinadas opciones sobre acciones, de la propia sociedad, a entregar a sus empleados, considera que la retribución a los trabajadores debe estar cuantificada por el precio de adquisición del servicio recibido y reflejado en contabilidad de acuerdo con su devengo. El principal problema que plantean este tipo de situaciones es el de determinar el momento del registro del gasto y su cuantificación [Mir Fernández, 2001, p. 124].

En cuanto al momento del registro del gasto se atenderá al principio del devengo, por lo que la imputación se hará atendiendo a la corriente real de los servicios prestados, con independencia del momento en el que se produce el pago de los mismos.

En lo referente a la cuantificación, el precio de adquisición de los servicios recibidos y, por tanto, la retribución que recibirá el trabajador, se corresponderá con la diferencia entre el precio de ejercicio de las opciones y el valor de mercado de las acciones en el momento del ejercicio (valor intrínseco). Como lo normal es que la fecha de concesión no coincida con la fecha de ejercicio, no se puede conocer el valor de mercado, por lo que, al tratarse de un importe estimado, procederá su materialización mediante la dotación de una provisión. Para llevar a cabo el cálculo, se debe realizar la menor estimación posible del importe de dicha diferencia en el momento en que se ejercita la

opción. Además, desde la fecha de cierre del ejercicio en que se devengue el servicio prestado, hasta que finalmente se ejercite, la empresa volverá a estimar el mencionado importe, de acuerdo con la información disponible.

Si finalmente se ejercitan las opciones por parte de los beneficiarios, se dará de baja la provisión dotada por la estimación de la retribución y las acciones propias entregadas, se registrará la recepción del importe obtenido (precio de ejercicio por el número de opciones ejercitadas) y se pondrá de manifiesto el resultado obtenido (beneficio o pérdida)³¹⁴. Si no se ejercitan las opciones, se procederá a cancelar la provisión dotada.

Con respecto al reflejo de la información sobre los planes de opciones, tampoco existe una referencia expresa en nuestro ordenamiento, si bien el Plan General de Contabilidad establece que dentro de los “Gastos de personal” se incluirán “*las retribuciones al personal, cualquiera que sea la forma o el concepto por el que se satisface; cuotas de la Seguridad Social a cargo de la empresa y los demás gastos de carácter social*”. De ahí, que, en principio, se podrían englobar las opciones sobre acciones dentro de este concepto, en la medida que se puede considerar como una retribución al personal, ya que “*la empresa recibe los servicios y como contraprestación surge la obligación de remunerar a sus trabajadores*” [González Bravo, 2000, p. 22].

Para el caso de los miembros del Consejo de Administración, dependiendo de la naturaleza jurídica de la vinculación con la empresa de aquéllos, sus percepciones puede contabilizarse en “Otros gastos de gestión”, o en gastos de personal. Se tratarían como “Otros gastos de gestión” (subgrupo 65 del PGC) los derivados de sueldos, dietas, participación en beneficios, pensiones, primas de asistencia y otras asignaciones a los miembros del Consejo de Administración, siempre que la relación contractual de sus componentes sea diferente al personal de la empresa.

En cualquier caso, cabe señalar que estos conceptos tienen la consideración de gastos del ejercicio, incluso cuando se trate de participaciones en beneficios [AECA, 1996, p. 37], ya que tal y como señala el ICAC [1995], la retribución de los administradores de una sociedad es un gasto más, necesario para poder obtener los ingresos correspondientes de la misma.

³¹⁴ Según la Norma de Valoración 10ª del PGC-90, los resultados obtenidos en la enajenación de acciones propias figurarán en la cuenta de pérdidas y ganancias en el epígrafe “Pérdidas por operaciones con acciones y obligaciones propias” o “Beneficios por operaciones con acciones y obligaciones propias”, según proceda.

El Documento nº 24 de AECA [2003] recoge el tratamiento contable que debe darse a los planes de opciones sobre acciones, de forma que en función del sistema de cobertura utilizado, el tratamiento propuesto es diferente.

Con respecto a los costes asociados a los sistemas de cobertura de los planes de opciones sobre acciones, distingue entre dos tipos de costes, directos, referentes a los pagos presentes o futuros y los indirectos, que recogen la dilución o “lucro cesante” que la operación provocará en las acciones de la entidad y que se manifestará en una reducción del precio de mercado. El reconocimiento, en los estados financieros, de dichos costes se realizará de la siguiente forma:

- Durante el período de fidelización se imputarán los costes directos e indirectos asociados al sistema de cobertura considerados, como gastos de administradores y empleados, dentro de los gastos de personal.
- Durante el período de ejercicio, si surgen costes indirectos, éstos se recogerán como gastos financieros del ejercicio.

El tratamiento contable, propuesto por el Documento nº 24 de AECA [2003], es el siguiente, para cada uno de los casos:

1) Si la cobertura del plan se realiza de forma externa a la empresa: en estos casos, se contrata con terceros, opciones sobre sus propias acciones a nombre de los beneficiarios, pagando por ello las correspondientes primas. El reflejo contable que propone el Documento de AECA [2003, p. 63] es recoger las primas pagadas en el momento de contratar las opciones, empleando una cuenta de “Gastos diferidos”. Posteriormente, durante el período de fidelización, se irán traspasando los importes de forma proporcional cada año a la cuenta de “Remuneraciones de administradores y empleados”.

2) Si la cobertura se realiza mediante la concesión de derechos de suscripción a favor de los beneficiarios: se reconoce la existencia de un coste indirecto como consecuencia de la operación de concesión de opciones sobre acciones a los trabajadores, que se corresponderá con la dilución que sufrirán las acciones antiguas tras el aumento de capital. Calculada dicha dilución, ésta será atribuible a todo el período de fidelización, cargando el importe correspondiente en una cuenta de “Remuneraciones de administradores y empleados” con abono a la cuenta “Reservas para opciones emitidas”. Llegado el vencimiento de la operación, el valor de la dilución se traspasará de la cuenta

“Reservas para opciones emitidas” a la cuenta “Prima de Emisión de Acciones”, compensándose así la dilución calculada.

3) Si la cobertura se realiza mediante entrega de acciones en autocartera: al inicio de la operación se establecerá la diferencia entre el valor estimado de mercado que podrán tener las acciones en el momento de su ejercicio y el precio de ejercicio previsto para las mismas en la opción emitida. Esta diferencia se reconocerá, distribuyendo su importe entre los distintos ejercicios que cubra el período de fidelización, con cargo a cuentas de “Remuneraciones de administradores y empleados” y abono a la cuenta de “Reservas para opciones emitidas”. Desde el momento de la concesión de las opciones hasta el vencimiento pueden surgir diferencias sobre lo inicialmente previsto, por lo que, en la Memoria de los sucesivos ejercicios hasta el del vencimiento de las opciones, se informará respecto del valor del lucro cesante que dichas diferencias representan para la sociedad. Finalmente, cuando se produzca la venta de las acciones propias, la diferencia que pueda surgir en la operación (beneficio o pérdida) entre el valor contable y el precio de ejercicio de la opción de compra deberá considerarse como reservas.

En el Borrador del nuevo Plan General de Contabilidad aprobado en julio de 2007, de forma similar a la NIIF 2 [2005], se ha recogido en cuanto al reconocimiento de las transacciones con pagos basados en instrumentos de patrimonio lo siguiente [BPGC, 2007, Norma 17^a]:

La empresa reconocerá, por un lado, los bienes o servicios recibidos como un activo o como un gasto atendiendo a su naturaleza, en el momento de su obtención y, por otro, el correspondiente incremento en el patrimonio neto si la transacción se liquidase con instrumentos de patrimonio, o el correspondiente pasivo si la transacción se liquidase con un importe en efectivo que esté basado en el valor de instrumentos de patrimonio.

Si la empresa tuviese la opción de hacer el pago con instrumentos de patrimonio o en efectivo, deberá reconocer un pasivo en la medida en que la empresa hubiera incurrido en una obligación presente; en caso contrario, reconocerá una partida de patrimonio neto. Si la opción corresponde al prestador o proveedor de bienes o servicios, la empresa registrará un instrumento financiero compuesto³¹⁵, que incluirá un componente de pasivo, por el derecho de la otra parte a exigir el pago en efectivo, y un componente de patrimonio, por el derecho a recibir la remuneración de otra forma.

En las transacciones con pagos basados en instrumentos de patrimonio en las que sea necesario completar un determinado periodo de servicios, el reconocimiento se efectuará a lo largo del período en el que se tales servicios sean prestados.

³¹⁵ Este tratamiento cambió con respecto al texto del primer borrador del plan (febrero de 2007) en el que inicialmente se recogió que cuando la opción de elegir si la liquidación se realizará en acciones o en efectivo correspondiese al proveedor de bienes o servicios, la partida se reconocería como un pasivo.

4.4. MÉTODO DE VALORACIÓN DEL GASTO DE LAS STOCK OPTIONS: EL VALOR RAZONABLE.

4.4.1. Antecedentes del valor razonable.

En el ámbito internacional del IASB, el criterio del valor razonable inicialmente se planteó como tratamiento alternativo para determinadas partidas. Sin embargo, en la última década, ha ido extendiéndose de manera remarcable la utilización de este criterio de valoración, recogiendo, incluso, en algunos casos, como único criterio de valoración aceptable [Vidal Blasco *et al*, 2006, p. 11].

El elemento patrimonial más susceptible de ser valorado, según el valor razonable, siempre que este valor pueda ser determinado de forma fiable, son las inversiones financieras (NIC 32 y 39 y sus interpretaciones). También se plantea su utilización para los productos agrícolas y los activos biológicos (NIC 41) y, como criterio alternativo, para valorar determinadas partidas del balance, como los elementos del inmovilizado material e inmaterial.

CUADRO 4.7

UTILIZACIÓN DEL VALOR RAZONABLE SEGÚN LAS NORMAS DEL IASB

ELEMENTO	UTILIZACIÓN DEL VALOR RAZONABLE	CONTRAPARTIDA DE LA VARIACIÓN DEL VALOR
Instrumentos financieros mantenidos para negociación	OBLIGATORIO	Pérdidas y Ganancias
Instrumentos financieros mantenidos para la venta	OBLIGATORIO	Recursos propios
Inmovilizado Material	ALTERNATIVO (Opcional)	- Fondos propios (en el caso de aumentos de valor) - Pérdidas y Ganancias (en el caso de disminuciones de valor)
Inmovilizado Inmaterial	ALTERNATIVO (Opcional)	- Fondos propios (en el caso de aumentos de valor) - Pérdidas y Ganancias (en el caso de disminuciones de valor)
Inmuebles de inversión	ALTERNATIVO (Opcional)	Pérdidas y Ganancias
Productos agrícolas y activos biológicos	OBLIGATORIO	Pérdidas y Ganancias

Fuente: Vidal Blasco *et al*. [2006, p. 15]

En este uso extensivo, la NIIF 2 [2005] ha introducido, como obligatorio, el uso del valor razonable³¹⁶ para la valoración de las stock options, valor que ya se propuso en el SFAS 123 [1995] como método optativo. La realidad ha demostrado que la mayoría de las empresas norteamericanas no lo han utilizado, optando por el otro método permitido, el del valor intrínseco, que en la mayoría de los casos, no supone reconocer ningún tipo de coste en las cuentas financieras. En base al acuerdo firmado entre IASB y FASB para converger sus normas, tras la aprobación de la NIIF 2, se revisó la norma americana, pasando a suprimir el método del valor intrínseco y a establecer como único criterio el método del valor razonable.

4.4.1.1. Valor razonable versus valor histórico.

La información financiera pretende ser útil para la toma de decisiones³¹⁷ de los diferentes usuarios (directivos y mandos intermedios, accionistas, prestamistas, trabajadores, clientes y proveedores, competencia, administración pública y público en general). Para alcanzar esa utilidad perseguida se exigen una serie de características o atributos. Los diferentes Marcos Conceptuales recogen las características que debe cumplir la información financiera³¹⁸, estableciéndose, con carácter genérico, que dos son las características cualitativas que debe cumplir, fiabilidad y relevancia, para alcanzar el objetivo de ser útil para la toma de decisiones, a lo que habría que añadir que *“cada una de ellas, o ambas conjuntamente, dan lugar a otras características, que pueden considerarse derivadas o asociadas con ellas”* [AECA, 1999, párrafo 80].

³¹⁶ Si bien la mayoría de la doctrina y normativa ha traducido la expresión “fair value” como valor razonable no faltan autores que lo recogen de otra forma, tal es el caso de Hernández [2005, p. 51] que habla de “valor justo” alegando que *“el adjetivo “razonable” puede resultar determinado impreciso, ya que lo que puede resultar razonable para un individuo puede no serlo para otro, mientras que el adjetivo “justo”, tomado en su aceptación de “exacto”, da una idea más concreta del valor al que se hace referencia”*.

³¹⁷ Así lo recogen los diferentes Marcos Conceptuales: SFAC No. 1 [1978, párrafo 15], IASB [1989, párrafo 12], AECA [1999, párrafo 41], etc.

³¹⁸ Entre las características que debe cumplir la información financiera el PGC-90 (si bien habla de “requisitos”) recoge que debe ser comprensible, relevante, fiable, comparable y oportuna; el IASB, comprensibilidad, relevancia, fiabilidad, comparabilidad y las restricciones de oportunidad y equilibrio entre coste/beneficio; el SFAC No. 2, la comprensión, relevancia, fiabilidad, oportunidad, verificabilidad, representación fiel, neutralidad y comparabilidad, con las restricciones de economicidad y materialidad; y la American Accounting Association, la relevancia, verificabilidad, insesgabilidad y cuantificabilidad [Santos *et al.*, 2004, p. 16].

Según el PGC-90 y el BPGC [2007], en términos similares, la fiabilidad es la ausencia de errores significativos en la información suministrada, a fin de cumplir el objetivo que se pretende, mientras que la relevancia es la capacidad para contener la información verdaderamente significativa para los usuarios, sin llegar al exceso de información.

En base al cumplimiento de estas dos características, el coste histórico se ha mantenido como método de valoración debido a su mayor fiabilidad, en base a los siguientes argumentos [Banegas *et al.*, 1998, p. 110]:

- La objetividad que proporciona frente a otras formas posibles de valoración, siendo su máxima cualidad la exclusión de la complejidad de las valoraciones a todo elemento subjetivo, al derivarse de transacciones con terceros.
- La facilidad, rapidez y menor coste en su aplicación, al no ser necesaria la introducción de presupuestos complementarios para ello, y gozar del apoyo de la normativa fiscal y mercantil.
- La fiabilidad que ofrece a efectos de comprobación y verificación, dificultándose las acciones interesadas o fraudulentas sobre las valoraciones contables.

Frente a esta mayor fiabilidad es reconocida su pérdida de relevancia en la actualidad, ya que *“no incorpora en períodos subsiguientes ninguno de los elementos básicos de los modelos financieros, excepto en el caso de aquellas mediciones de inversiones financieras que consideran los flujos de caja contractuales”* [Lorca y De Andrés, 2003, p. 200]. En definitiva, la información empresarial elaborada conforme a la fiabilidad, pierde utilidad para los inversores, detectada por su escasa influencia en multitud de decisiones económicas [Martínez Churiaque, 2001, p. 40].

Junto a la falta de fiabilidad que puso de manifiesto el valor histórico se unen otras críticas a su uso, tales como que, en determinados tipos de empresas, se producen desfases valorativos de sus patrimonios, al no considerar las plusvalías existentes por no estar realizadas. Especial importancia tiene este hecho en las empresas en las que los activos intangibles suponen un factor clave, tales como las empresas de alta tecnología, entre otras, ya que aquellos activos, siguiendo el modelo tradicional del valor histórico, tienen una valoración nula.

Otra deficiencia, que ha señalado la doctrina al aplicar el valor histórico, es el reconocimiento del resultado en el período de realización de los ingresos y ganancias, ya que en dicho período *“se confunde el resultado asociado a la transacción con las modificaciones de valor producidas en periodos anteriores y no materializadas en ellos”* [Martínez Churiaque, 2001, p. 40].

Las deficiencias presentadas por el valor histórico han hecho que se apoye el uso del valor razonable, como método de valoración que pretende superar aquéllas, pero que, sin embargo, no está exento de críticas y deficiencias. En primer lugar, debemos establecer qué se entiende por valor razonable. Según la normativa del FASB americano se entiende por valor razonable, como *“la cantidad a la que un activo (o pasivo) puede ser comprado o vendido en una transacción actual entre partes independientes, más que en una venta forzada o liquidación”* [SFAC No. 7, 2000, p. 8].

Por su parte, el IASB ha definido el valor razonable en diferentes normas como la *“cantidad por la que puede ser intercambiado un activo o cancelado un pasivo entre un comprador y un vendedor interesados y debidamente informados, en condiciones de independencia mutua”* [NIC 39, 2003, párrafo 9].

Otros organismos contables también han adoptado el valor razonable. Así el Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA) recoge un concepto de valor razonable muy similar al del IASB. Sin embargo, existen organizaciones que además de adoptar el concepto de valor razonable, van más allá, recogiendo algunos métodos y técnicas de valoración de dicho concepto, siendo el caso del FASB y del AASB (Australian Accounting Standards Board) [Castrillo y Marcos, 2001, p. 304].

Existen muchas opiniones a favor del uso del valor razonable, siendo la más generalizada la que la considera la más relevante, al mostrar valores actualizados frente a los valores pasados en los que se basa el precio de adquisición o coste histórico [Vidal Blasco *et al.*, 2006, p. 11]. Por su parte, Hervás [2002, p. 70] opina que su utilización no sólo supera el problema de la inflación, sino que también supera *“la valoración cambiante de los elementos por circunstancias de mercado, esto es, cambios de valor real que englobarían la inflación como una parte más del problema y no sólo considerando la del nivel general de precios sino la específica de cada empresa/activo/mercado”*.

En contra de la utilización del valor razonable se ha erigido el argumento de que los balances pueden aparecer sobrevalorados si los diferentes elementos recogen plusvalías no realizadas [Huerta de Soto, 2003, p. 26]. Así, en ciclos de auge económico podrían llegar a repartirse unos beneficios no reales, lo que iría en detrimento del crecimiento de las empresas y de la economía en general, salvo que se determine el beneficio repartible.

Sin embargo, la polémica que ha suscitado el valor razonable se refiere más a las dudas que ha planteado su utilización, unido al hecho de la posible incompatibilidad de su uso con la normativa española, que a los pros o los contras que pueda presentar este valor con respecto al valor histórico. Así, el debate ha surgido en relación a cómo debe determinarse el valor razonable y cómo deben contabilizarse las correcciones de valor que surjan como consecuencia del uso de dicho valor.

Respecto a cómo debe determinarse su valor, la respuesta generalizada viene siendo la utilización del valor de mercado³¹⁹, siempre que exista “*un mercado activo que proporcione precios de cotización públicos y fiables*” [Gonzalo y Tua, 2003, p. 23]. Sin embargo, cuando no existe un mercado para un determinado elemento³²⁰ o, existiendo un mercado, éste presenta ciertas deficiencias, porque su actividad sea infrecuente, la operatoria no esté bien establecida o se negocien volúmenes relativamente pequeños, debe recurrirse a alguna de las técnicas de valoración (utilizar el valor corriente de mercado de otro bien similar, los flujos de efectivo descontados, modelos de cálculo de precios, etc.) [Lorca y de Andrés, 2003, p. 219].

En cualquier caso, compartimos la opinión recogida en el Libro Blanco sobre la determinación de las pautas a seguir para determinar el valor razonable, cuando señala que “*la recomendación de la Comisión, de cara al desarrollo normativo que pueda darse en España, es que deben determinarse de forma muy clara las condiciones de valoración, definiendo de manera precisa qué es y cuándo se da un mercado activo, para utilizar sus precios como forma de medida, y estableciendo qué modelos valorativos alternativos*

³¹⁹ El precio de mercado “*es una aproximación del valor razonable y, por tanto, asimilable a un coste de reposición, desde la óptica de un comprador, o un valor neto de realización, desde la posición vendedora*” [Ciriaco, 2006, p. 117].

³²⁰ En el caso de elementos que no pueden ser intercambiados, es decir, elementos que la empresa mantenga para ser utilizados y no para ser intercambiados, por ejemplo, los bienes intangibles, habría que hablar de valor de uso y no de valor de cambio. En estas situaciones, para la determinación del valor razonable, Lorca y De Andrés [2003, p. 220] recogen la utilización de modelos de valoración basados en la determinación de los flujos de tesorería o el establecimiento de *benchmarks* (puntos de comparación o referencia).

pueden ser objeto de utilización en caso de no existir este tipo de mercado” [ICAC, 2002, p. 352].

En el caso de no quedar perfectamente definidas las pautas a seguir, para la determinación del valor razonable, teniendo en cuenta que podrían utilizarse diferentes valoraciones [García y Zorio, 2002, p. 64], esto, sin duda, podría redundar en la comparabilidad de la información financiera de las diferentes empresas, resultando dicho valor menos fiable para los usuarios [Vidal Blasco *et al*, 2006, p. 11]. A esto se podría añadir que, la libertad para el establecimiento del valor razonable, infiere cierta subjetividad, lo que *“amplificará notablemente la discrecionalidad contable del gerente y, en consecuencia, las posibilidades de oportunismo en sus decisiones”* [Sánchez Fernández de Valderrama, 2003, p. 328].

Por último, debemos destacar que el gran desarrollo de las nuevas tecnologías (ERP, SCM, comercio electrónico, CRM, reporting digital y técnicas de inteligencia artificial) permite un mejor flujo de información dentro de la empresa, así como de la empresa con el exterior, lo que en opinión de Lorca y De Andrés [2003, p. 230] *“facilita el cálculo fiable del fair value para muchas de las partidas que integran el patrimonio de una entidad, pues se pueden aplicar modelos de valoración más complejos de lo que hasta ahora venían siendo”*.

Por otro lado, en cuanto a cómo deben contabilizarse las correcciones de valor, existen dos posibilidades, llevarlas directamente a la cuenta de pérdidas y ganancias o bien a alguna cuenta perteneciente al patrimonio neto.

En el caso de llevar dichas correcciones de valor a la cuenta de pérdidas y ganancias, esto provocaría dos consecuencias: en primer lugar, se rompe el principio de prudencia valorativa y, en segundo lugar, puede ocurrir que no coincida el resultado contable con el resultado repartible.

El hecho de reconocer incrementos de valor en la cuenta de pérdidas y ganancias supone una ruptura con el principio de prudencia [Sansalvador y Cavero, 2002, p. 66; García y Zorio, 2002, p. 60], referente tradicional de la normativa contable española, al recoger un beneficio no realizado [García y Zorio, 2002, p. 60].

Por otra parte, la inclusión de plusvalías procedentes del uso del valor razonable puede tener un *“efecto contrario en las cifras que aparecen en el capítulo de los*

resultados, pues éstas pueden distorsionar la idea preconcebida de un beneficio expresado en términos de la eventual capacidad de una entidad para generar recursos que incrementen efectivamente sus fondos propios” [Pulido, 2000, p. 22] y, como comentábamos anteriormente, que se produzcan repartos de beneficios realmente no realizados. La postura apoyada por el Libro Blanco es “la limitación del reparto de resultados positivos generados exclusivamente por los cambios en el valor razonable de los activos y pasivos, mientras que los resultados negativos deberían considerarse, con carácter general, menores importes de los resultados repartibles en el ejercicio” [ICAC, 2002, p. 353].

Si las variaciones de valor, como consecuencia del uso del valor razonable, se llevan a cuentas del patrimonio neto, no quedarán reflejadas en la cuenta de pérdidas y ganancias por lo que podría “ir en contra de la necesaria transparencia en la cuenta de pérdidas y ganancias” [ICAC, 2002, p. 112]. El Libro Blanco menciona la conveniencia de la elaboración de un estado contable, denominada pérdidas y ganancias totales o resultado total, que agrupe todos los cambios en los fondos propios que no procedan de operaciones con los accionistas.

Dicho estado contable viene propugnándose en EEUU desde hace varias décadas con la denominación de “*Comprehensive Income*”. Además, el Reino Unido, Hong Kong y Australia han aprobado recientemente el requisito por el cual las empresas están obligadas a presentar un estado financiero básico que muestre el beneficio o pérdida neta del período junto con otras pérdidas y ganancias reconocidas en el período que no fueron incluidas en la cuenta de resultados [García y Zorio, 2002, p. 62].

El citado estado contable de pérdidas y ganancias totales debería incluir los conceptos que tradicionalmente incluimos más los derivados de las variaciones positivas del valor razonable, permitiendo mostrar conjuntamente la información que ahora aportan el estado de resultados y el de cambios en el patrimonio neto, mientras que el resultado distribuible incluiría las partidas auténticamente realizadas a criterio de nuestro ordenamiento [Gonzalo y Tua, 2003, p. 13].

Actualmente, dicho estado no se ha recogido por la normativa internacional aunque se está trabajando en ello. Sin embargo, el IASB sí recoge la elaboración del Estado de cambios del patrimonio neto, estado novedoso en nuestra legislación, donde deberán

recogerse los movimientos habidos en las diferentes rúbricas que componen el patrimonio neto. Este estado si bien de forma separada a lo que es la cuenta de pérdidas y ganancias vendría a recoger aquella información que quedaría oculta como consecuencia de las variaciones derivadas del uso del valor razonable.

Con respecto a la opinión de las diferentes empresas sobre la utilización del valor razonable en España, la firma Deloitte viene realizando una encuesta³²¹ a las principales, por volumen de facturación³²², para cada sector de actividad, en la que, entre otras cuestiones, se ha analizado la situación en que éstas se encuentran, en el segundo semestre del ejercicio 2003, en relación con el proceso de adopción de las NIIF.

Entre las cuestiones preguntadas, se encuentran los aspectos que más preocupan a las empresas sobre el proceso de adopción de las nuevas normas, destacando los desgloses de información muy significativos con un 45,8% y el método del valor razonable, con un 40,6%. Además, cuanto más conocidas son las normas internacionales más varía la opinión que se tiene sobre ellas. Así lo constata que, en la misma encuesta realizada en el año anterior, era el 29,4% de las empresas las que se mostraron preocupadas con la introducción del valor razonable, mientras que, en el año siguiente, dicho porcentaje se incrementó hasta alcanzar el 40,6% de las empresas encuestadas (ver *Cuadro 4.8*).

En el seno de la Comisión encargada de la elaboración del Libro Blanco sobre la Reforma de la Contabilidad en España se creó una “Subcomisión de Encuestas”, que se encargó de realizar una encuesta³²³ sobre algunos de los aspectos más destacables de la reforma contable. Con respecto a la aplicación del valor razonable, la encuesta obtuvo las siguientes conclusiones [ICAC, 2002, p. 570]:

³²¹ Encuesta llamada Barómetro de Empresas, estructurada en tres partes: la primera, donde se hace referencia a los datos identificativos de las empresas; la segunda, donde se recogen cuestiones sobre la tendencia empresarial, empleo, rentabilidad e inversiones; y, la tercera, que varía según la edición. Dicho documento se encuentra disponible en la página web: <http://www.iasplus.deloitte.es>.

³²² La muestra utilizada fue de 360 empresas cuya facturación supera en su conjunto los 990.000 millones de euros y tienen en su plantilla más de un millón de empleados de entre 2.400 empresas con sede en España con la mayor facturación de cada sector de actividad.

³²³ La encuesta fue respondida por 511 personas, de las cuales 73 no especificaron el grupo al que pertenecían, sin embargo, los 438 restantes presentaban el siguiente detalle: docentes (31,05%), elaboradores (19,17%), usuarios (20,09%) y auditores (29,69%).

- Un 83,92% considera conveniente la aplicación del valor razonable, si bien dentro de esta respuesta, el 33,10% considera que el método es viable, mientras que el 50,82% restante estima que resulta de difícil aplicación.

- El 30,75% considera que el valor razonable debe aplicarse a todas las partidas contempladas en las Normas Internacionales, siempre que haya mercados líquidos y profundos en España para ellas.

- La contrapartida de las alteraciones en el valor razonable debe de ser una cuenta de reservas (38%), una partida transitoria similar a los ingresos a distribuir en varios ejercicios (28,27%), o una partida de la cuenta de resultados (18,05%).

CUADRO 4.8
ASPECTOS QUE MÁS PREOCUPAN A LAS EMPRESAS SOBRE LAS NIIF

ASPECTOS	PORCENTAJE	
	Segundo semestre 2002	Segundo semestre 2003
Son poco concretas, deberían contener más guías para su aplicación	39,6%	38,6%
Requieren desgloses de información muy significativos	41,6%	45,8%
Usan en exceso el método del valor razonable	29,4%	40,6%
En ocasiones, son demasiado generalistas, deberían incluir más desarrollos sectoriales	30,5%	32,1%
Contienen alternativas y opciones	22,3%	26,1%
Son excesivamente complejas y difíciles de entender	6,6%	14,5%

Fuente: Elaboración propia a partir de encuestas de Deloitte [2003a y 2004 d].

4.4.1.2. Introducción del valor razonable en la Unión Europea.

La extensión, por parte del IASB, del uso del valor razonable en el contexto de sus normas, ha obligado a la Unión Europea a modificar sus Directivas Contables, ya que éstas estaban basadas en la utilización del valor histórico. De ahí que la Unión Europea procediese a la introducción del valor razonable. Éste se introdujo en la Unión Europea a

través de la Directiva 2001/65/CE³²⁴, que modifica la IV Directiva sobre Cuentas Anuales, la VII Directiva sobre Cuentas Anuales Consolidadas y las Directivas concernientes a entidades bancarias³²⁵, donde se permite la aplicación del valor razonable para determinados instrumentos financieros.

La Directiva no introduce definición alguna del concepto del “valor razonable”, por lo que habrá que recurrir a las definiciones establecidas por el FASB y el IASB, anteriormente mencionadas.

La citada Directiva permite a los estados miembros que autoricen o impongan para todo tipo de sociedades o sólo para determinadas categorías, la valoración de los instrumentos financieros, incluidos los derivados (Artículo 42bis.1 de la Directiva 78/660/CEE) a valor razonable. Para la adopción de la Directiva 2001/65/CE por parte de los estados miembros, éstos deberán realizar las modificaciones legales y reglamentarias pertinentes, en aplicación del Art. 29 del Tratado de la Unión Europea.

El valor razonable no es ajeno en la normativa contable española, ya que, tal como se apunta en el Libro Blanco para la Reforma de la Contabilidad en España, este valor ya se venía utilizando en determinados casos, como para la “*valoración de participaciones en el FIAMM, tratamiento de determinados elementos expresados en moneda distinta del euro, así como con carácter general en la cuantificación de las correcciones valorativas que proceda dotar para los distintos elementos patrimoniales*” [ICAC, 2002, p. 110].

En España, el Libro Blanco recogía que “*la técnica legislativa más adecuada posiblemente consista en exceptuar el principio de adquisición y el de prudencia en relación con la valoración de los instrumentos financieros y derivados a los que se refiere el nuevo artículo 42 bis a la Directiva 78/660/CEE*” [ICAC, 2002, p. 473]. Por otra parte, recomienda la aplicación de la citada Directiva de forma obligatoria y para todas las empresas, tanto en cuentas individuales como consolidadas [ICAC, 2002, p. 124].

³²⁴ Directiva 2001/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de septiembre de 2001, por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE, 83/349/CEE y 86/635/CEE en lo que se refiere a las normas de valoración aplicables en las cuentas anuales y consolidadas de determinadas formas de sociedad, así como de los bancos y otras entidades financieras. Diario Oficial L 282 de 27/10/2001.

³²⁵ La Directiva 2001/65/CE supuso la introducción de una nueva sección (siete segunda) en la IV Directiva que comprende los artículos 42.2 a 42.4. Igualmente, se procedió a la adaptación de la información a presentar por parte de las empresas en la Memoria y en el Informe de Gestión (Art. 43.2 a 43.4 y 46.2). Por lo que se refiere a las modificaciones introducidas en la VII Directiva, se incorporaron los Art. 32.2 a 34.4, el Art. 36.2 y el 48.

Finalmente, la reforma de la normativa española ha consistido en la modificación del Código de Comercio, a través de la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y de Orden Social. Esta modificación resulta tan sólo aplicable para la elaboración de las cuentas consolidadas de aquellos grupos que cotizan en mercados financieros de cualquier estado miembro de la Unión Europea a partir de 1 de enero de 2005.

El Código de Comercio después de la mencionada modificación establece que se valorarán por su valor razonable determinados activos y pasivos (Art. 46.9 Código de Comercio), mientras que enumera otros elementos a los que en ningún caso se les debe aplicar dicho valor (Ver *Cuadro 4.9*).

También se establece que el valor razonable se calculará con referencia a un valor de mercado fiable, mientras que, para aquellos instrumentos financieros para los que no sea posible, se obtendrá mediante la aplicación de los modelos y técnicas de valoración en los términos que reglamentariamente se determinen, y si no fuese fiable, se valorarán por su precio de adquisición. Por tanto, aquellos elementos que no puedan ser medidos de forma fiable, es decir, sin errores ni imprecisiones, no deberán ser valorados por el valor razonable [Castrillo y Marcos, 2001, p. 305].

Como criterio general, se establece que las variaciones en el valor razonable se llevarán a la cuenta de pérdidas y ganancias. Sin embargo, reglamentariamente se desarrollarán los conceptos contenidos en este artículo, así como los casos en que, la variación de valor razonable, deban incluirse directamente en los fondos propios.

Posteriormente, la Unión Europea aprobó la Directiva 2003/51/CE³²⁶, que introdujo dos nuevos apartados en el Art. 42 de la IV Directiva: por un lado, el nuevo apartado *sexties* permite a los estados miembros extender la aplicación del valor razonable a determinadas clases de activos distintos de los instrumentos financieros, y, por otro, los cambios de valor debidos al empleo de este criterio de valoración, como plantea el artículo 42 *septies*, se podrían incluir en la cuenta de pérdidas y ganancias.

³²⁶ Directiva 2003/51/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 18 de junio de 2003 por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE, 86/635/CEE y 91/674/CEE del Consejo sobre las cuentas anuales y consolidadas de determinadas formas de sociedades, bancos y otras entidades financieras y empresas de seguros.

En España, para la transposición de esta Directiva comunitaria, en noviembre de 2005, el Ministerio de Economía y Hacienda hizo público un Borrador de Anteproyecto de Ley de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional. Posteriormente, con fecha 5 de mayo de 2006, el Consejo de Ministros aprobó el Proyecto de Ley de que, finalmente, fue aprobado el 4 de julio de 2007, a través de la Ley 16/2007³²⁷, y entrará en vigor el 1 de enero de 2008.

Esta nueva normativa no recoge la enumeración, recogida en la normativa anterior, de los elementos que no pueden valorarse utilizando el valor razonable. Además, propone que, con carácter general, las variaciones producidas, como consecuencia del uso del valor razonable, se reflejen en la cuenta de pérdidas y ganancias. Excepcionalmente, la variación del valor se podrá incluir directamente en los fondos propios, en una reserva por valor razonable, en los casos siguientes (Art. 38bis.3):

- Sea un activo financiero disponible para la venta.
- El elemento implicado sea un instrumento de cobertura con arreglo a un sistema de contabilidad de coberturas que permita no registrar en la cuenta de pérdidas y ganancias, en los términos que reglamentariamente se determinen, la totalidad o parte de tales variaciones de valor.

Las variaciones acumuladas por valor razonable, salvo las imputadas al resultado del ejercicio, deberán lucir en la partida de ajuste por valor razonable hasta el momento en que se produzca la baja, deterioro, enajenación, o cancelación de dichos elementos, en cuyo caso la diferencia acumulada se imputará a la cuenta de pérdidas y ganancias.

La Ley también recoge la posibilidad de que otros instrumentos financieros no mencionados puedan valorarse por su valor razonable en el futuro, en los términos que reglamentariamente se determinen, dentro de los límites que establezcan las normas internacionales de información financiera, adoptadas por los reglamentos de la Unión Europea. Asimismo, reglamentariamente podrá establecerse la obligación de valorar por su valor razonable otros elementos patrimoniales distintos de los instrumentos financieros, siempre que dichos elementos se valoren con carácter único de acuerdo con ese criterio en los citados Reglamentos de la Unión Europea. En cualquiera de los casos, deberá indicarse

³²⁷ Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea (BOE de 5 de julio de 2007).

si la variación de valor originada en el elemento patrimonial, como consecuencia de la aplicación de este criterio, debe imputarse a la cuenta de pérdidas y ganancias o debe incluirse directamente en el patrimonio neto.

CUADRO 4.9
APLICACIÓN DEL VALOR RAZONABLE EN ESPAÑA

	LEY 62/2003	LEY 16/2007
Elementos que se valorarán por su valor razonable	<ul style="list-style-type: none"> - Activos financieros que formen parte de una cartera de negociación, o se califiquen como disponibles para la venta, o sean instrumentos financieros derivados. - Pasivos financieros que formen parte de una cartera de negociación o sean instrumentos financieros derivados. 	<ul style="list-style-type: none"> - Activos financieros que formen parte de una cartera de negociación, o se califiquen como disponibles para la venta, o sean instrumentos financieros derivados. - Pasivos financieros que formen parte de una cartera de negociación o sean instrumentos financieros derivados.
Elementos a los que en ningún caso se les aplicará el valor razonable	<ul style="list-style-type: none"> - Instrumentos financieros, distintos de los derivados, que van a ser mantenidos hasta su vencimiento. - Préstamos y partidas a cobrar originados por la sociedad a cambio de suministrar efectivo, bienes o servicios, no mantenidos con fines de negociación. - Participaciones en sociedades dependientes, en empresas asociadas y en sociedades multigrupo. - Instrumentos de capital emitidos por la sociedad. - Contratos en los que se prevé una contrapartida eventual en una adquisición de empresas, motivada por ajustes de la contraprestación por sucesos futuros. - Otros instrumentos financieros que por sus especiales características, se consideren contablemente elementos patrimoniales distintos a los demás instrumentos financieros. 	No se recoge expresamente ninguno.
Contrapartida del valor razonable	Como regla general, las variaciones en el valor razonable se llevarán a la cuenta de pérdidas y ganancias.	<p>Como regla general, las variaciones en el valor razonable se llevarán a la cuenta de pérdidas y ganancias.</p> <p>Excepcionalmente, las variaciones se podrán incluir directamente en los fondos propios, en los casos siguientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Sea un activo disponible para la venta. - El elemento implicado sea un instrumento de cobertura con arreglo a un sistema de contabilidad de coberturas que permita no registrar en la cuenta de pérdidas y ganancias, la totalidad o parte de las variaciones de valor.

Fuente: Elaboración propia.

4.4.2. El valor razonable para la valoración de las stock options

El uso del valor razonable para medir las transacciones en acciones u opciones sobre acciones, antes de la aprobación de la NIIF 2, no sólo había sido propuesto por el regulador norteamericano en el SFAS 123 [1995], sino también por organismos tales como el G4+1 [2000] en su estudio “*Accounting for Share-Based Payments*”, el Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA) en el Handbook Section 3870 [2001], en el Reino Unido, la Accounting Standards Board (ASB), en la interpretación UITF 17 [2000], etc.

En Canadá, inicialmente el Handbook Section 3870 “*Stock-based compensation and other stock-based payments*”, emitido en noviembre de 2001, establecía la obligación de reconocer por su valor de mercado las remuneraciones en forma de acciones otorgadas a los no empleados. Asimismo, se recomendaba, pero no se obligaba a la misma contabilización para las retribuciones entregadas a los empleados, permitiendo, en caso contrario, la utilización del valor intrínseco. En noviembre de 2003, la Section 3870 fue modificada, para introducir la obligación de usar el valor razonable en todos los pagos basados en acciones a partir del 1 de enero de 2004.

El valor razonable finalmente fue también el método propuesto por el IASB después de descartar otros valores, como el coste histórico, el valor intrínseco y el valor mínimo (ver *Cuadro 4.10*).

La NIIF 2 establece, como regla general, para las operaciones canceladas mediante la entrega de instrumentos de neto, cuando se adquieren bienes o reciben servicios que se utilice el valor razonable de dichos bienes o servicios. Sin embargo, para las transacciones realizadas con los empleados el criterio de valoración utilizado debe ser el valor razonable de los instrumentos de capital otorgados (ver *Cuadro 4.11*). Este criterio también será utilizado, cuando el valor razonable de los bienes adquiridos o los servicios recibidos no pueda ser determinado de forma fiable.

Por su parte, el BPGC [2007] recoge, de forma similar que “*las transacciones con los empleados que se liquiden con instrumentos de patrimonio (...) se valorarán por el valor razonable de los instrumentos de patrimonio cedidos (...)*”.

CUADRO 4.10
VALORES ESTUDIADOS POR EL IASB PARA MEDIR EL COSTE DE LAS
OPCIONES SOBRE ACCIONES

VALOR	IMPORTE
COSTE HISTÓRICO (<i>Historical cost</i>)	Si la entidad compra acciones para cubrir el plan de opciones sobre acciones, el coste histórico sería la diferencia entre el coste de dichas acciones y el precio de ejercicio de las opciones.
VALOR INTRÍNSECO (<i>Intrinsic value</i>)	Es la diferencia entre el valor de mercado de las acciones y el precio de ejercicio de las opciones.
VALOR MÍNIMO (<i>Minimum value</i>)	Un inversor que desee comprar una opción de compra debería pagar al menos una cantidad que represente el beneficio del derecho a diferir el pago del precio de ejercicio hasta el final de la vida de la opción.
VALOR RAZONABLE (<i>Fair value</i>)	El importe por el que un activo podría ser intercambiado, un pasivo liquidado, o un instrumento de patrimonio concedido podría ser intercambiado, entre partes interesadas y debidamente informadas, en una transacción realizada en condiciones de independencia mutua.

Fuente: Elaboración propia.

El argumento esgrimido, por la norma internacional, para que las operaciones concertadas con los empleados, cuando existe una entrega de instrumentos del neto, deban valorarse, siguiendo el criterio del valor razonable de los citados instrumentos, en lugar del criterio general, se basa en la dificultad de valorar el servicio recibido, ya que, normalmente, las acciones, las opciones sobre acciones u otros instrumentos de patrimonio se conceden a los empleados como una parte de su remuneración, junto con el sueldo en efectivo y otras prestaciones. Esto hace difícil valorar directamente los servicios recibidos para cada componente concreto que forme parte del conjunto de remuneraciones a los empleados.

También se recoge la posibilidad de dificultades a la hora de estimar el servicio recibido por los beneficiarios, si las acciones o las opciones sobre acciones se conceden como forma de bonificación y no como parte del salario básico, por permanecer en la empresa durante un determinado período de tiempo o como recompensa por los esfuerzos realizados en la mejora del rendimiento de la empresa. En cualquiera de estos casos, también resulta difícil valorar estas circunstancias.

CUADRO 4.11
CRITERIOS DE VALORACIÓN DE LAS OPERACIONES DE ENTREGA DE INSTRUMENTOS DEL NETO SEGÚN LA NIIF 2

TIPO DE OPERACIÓN	REGLA GENERAL	OTROS MÉTODOS
ENTREGA DE INSTRUMENTOS DEL NETO A EMPLEADOS	Valor razonable de los instrumentos del neto	Valor intrínseco (en las raras ocasiones en que el valor razonable de los instrumentos del neto no se pueda estimar)
ENTREGA DE INSTRUMENTOS DEL NETO A SUJETOS DISTINTOS A LOS EMPLEADOS	Valor razonable de los bienes o servicios	Valor razonable de los instrumentos del neto (si no puede estimar el valor razonable de los bienes o servicios)

Fuente: Elaboración propia.

Cuando el valor razonable de los instrumentos del neto no se pueda estimar con fiabilidad, se podría utilizar el **valor intrínseco** entendido como *“la diferencia entre el valor razonable de las acciones que la otra parte tiene derecho (condicional o incondicional) a suscribir, o que tiene derecho a recibir y el precio (si existiese) que la otra parte está (o estará) obligada a pagar por esas acciones”* [NIIF 2, 2005, apéndice A]. Si bien, la normativa reconoce que serán raras las ocasiones en las que no se pueda estimar el valor razonable de los instrumentos del neto entregados.

En los casos en que las transacciones basadas en acciones ofrezcan la posibilidad de elegir si la liquidación se realiza a través de la entrega de instrumentos de patrimonio o en metálico, en base a la normativa internacional, deberán aplicarse los siguientes criterios, en función de que dicha elección pueda realizarla el empleado o la empresa:

A) A elección del empleado: en estos casos, la entidad ha concedido un instrumento financiero compuesto que incluye un componente de deuda (derecho de la otra parte a exigir el pago en efectivo) y un componente de patrimonio neto (el derecho de la otra parte para solicitar que la liquidación se realice mediante instrumentos de patrimonio en lugar de hacerlo en efectivo).

En las transacciones con empleados, la entidad determinará el valor razonable del instrumento financiero compuesto en la fecha de valoración (fecha de concesión), teniendo en cuenta los plazos y condiciones en los que fueron concedidos los derechos a recibir efectivo o instrumentos de patrimonio.

Para ello, se determinará primero el valor razonable del componente de deuda y, a continuación, el valor razonable del componente de patrimonio neto – teniendo en cuenta que la contraparte debe renunciar al derecho de recibir efectivo para recibir el instrumento de capital. El valor razonable del instrumento financiero compuesto será la suma de los valores razonables de los dos componentes.

Los bienes o servicios recibidos o adquiridos se contabilizarán por separado respecto de cada componente:

- Para el componente de deuda, se contabilizarán los bienes o servicios adquiridos y un pasivo para pagar esos bienes o servicios, a medida que la contraparte entregue los bienes o preste el servicio, de acuerdo con lo establecido para las transacciones con pago basado en acciones y liquidables en efectivo.
- Para el componente de patrimonio neto (si fuese el caso) se contabilizarán los bienes o servicios recibidos y un incremento en el patrimonio neto, a medida que la contraparte entregue los bienes o preste el servicio, de acuerdo con lo establecido para las transacciones con pago basado en acciones y liquidables en instrumentos de capital.

En la fecha de liquidación se volverá a valorar el pasivo por su valor razonable: a) si la liquidación se efectúa mediante la emisión de instrumentos de capital, deberá traspasarse el pasivo directamente al patrimonio neto, como contraprestación por los instrumentos de capital emitidos; b) si la liquidación se efectuase en efectivo, el pago se aplicará para liquidar el pasivo en su totalidad. Cualquier componente del patrimonio neto previamente reconocido permanecerá en el patrimonio neto. La contraparte, al optar por recibir efectivo en la liquidación, pierde el derecho de recibir instrumentos de capital. No obstante, este requisito no impide a la entidad contabilizar un traspaso de un componente a otro del patrimonio neto.

B) A elección de la entidad: en este caso, la entidad debe determinar primero si tiene una obligación presente de liquidar en efectivo y después contabilizará la transacción en consecuencia.

La NIIF 2 [2005, párrafo 41] establece que existe una transacción presente para la entidad de liquidar en efectivo cuando:

- La opción de liquidar mediante instrumentos de capital no tiene sustancia comercial;
- La entidad presenta un historial o tiene la política declarada de liquidar en efectivo; o
- Liquide generalmente en efectivo cuando la contraparte solicita una liquidación en efectivo.

Cuando exista la obligación presente de liquidar en efectivo, la transacción se contabilizará de acuerdo con los requisitos establecidos anteriormente para las transacciones con pago basado en acciones y liquidables en efectivo. Por el contrario, de no existir tal obligación, la transacción se contabilizará de acuerdo con los requisitos aplicables a las transacciones con pago basado en acciones y liquidables con instrumentos de capital. En el momento de liquidación, según la alternativa por la que opte la entidad, se procederá como sigue:

- a) Si la entidad decidiese liquidar en efectivo, el pago de efectivo se contabilizará como la recompra de una participación en el patrimonio neto, es decir, como una deducción del patrimonio neto, salvo lo indicado en el punto c) más abajo;
- b) Si la entidad optase por liquidar mediante la emisión de instrumentos de capital, no será necesario contabilizar nada más (salvo un traspaso de un componente a otro del patrimonio neto, si fuese necesario), salvo lo indicado en el punto c) a continuación; y
- c) Si la entidad escogiese la alternativa de liquidar con el valor razonable más alto, a fecha de liquidación, la entidad reconocerá un gasto adicional por la diferencia entre el efectivo pagado y el valor razonable de los instrumentos de capital que de otro modo se habrían emitido, o por la diferencia entre el valor razonable de los instrumentos de capital emitidos y el importe de efectivo que de otro forma se habría pagado, el que sea aplicable.

4.5. FECHA Y FACTORES PARA LA DETERMINACIÓN DEL VALOR RAZONABLE DE LOS INSTRUMENTOS DE CAPITAL.

4.5.1. Fecha para la determinación del valor razonable.

Según la NIIF 2 [2005], la fecha de valoración es la *“fecha en que se determina el valor razonable de los instrumentos de patrimonio concedidos”*, siendo diferente en función de si se trata de transacciones con empleados (y terceros que presten servicios similares) o de transacciones con sujetos distintos a los empleados.

Para el caso de las transacciones con empleados la fecha de valoración es la fecha de concesión (*“grant date”*), entendida ésta como *“la fecha en la que la entidad y un tercero alcanzan un acuerdo de pagos basados en acciones, que se produce cuando la entidad y la otra parte llegan a un entendimiento compartido sobre los plazos y condiciones del acuerdo. En la fecha de concesión, la entidad confiere a la otra parte el derecho a recibir efectivo, otros activos, o instrumentos de patrimonio de la misma, sujeto al cumplimiento, en su caso de determinadas condiciones para la irrevocabilidad (o consolidación). Si ese acuerdo está sujeto a un proceso de aprobación (por ejemplo, por los accionistas) la fecha de concesión es aquella en la que se obtiene la aprobación”* [NIIF 2, 2005, apéndice A].

Cuando las transacciones se producen con sujetos distintos de los empleados, la fecha de valoración es aquella en la que la entidad obtiene los bienes o la otra parte presta los servicios (incluso aunque la valoración se realice por referencia a los instrumentos del neto emitidos).

En el caso de utilizar el valor intrínseco, únicamente cuando el valor razonable no se pueda estimar con fiabilidad, éste se calculará, inicialmente, en la fecha en que la empresa obtenga los bienes o la otra parte preste los servicios. Posteriormente, se revisará dicha valoración tanto al final de cada período contable como en la fecha de liquidación, reconociendo los cambios en el valor intrínseco en el resultado del ejercicio. La liquidación de la opción se puede dar en alguna de las tres situaciones siguientes:

- Fecha en la que finalmente se produce el ejercicio de las opciones.

- Fecha en que se produce la pérdida del derecho de compra, porque no se cumplan las condiciones exigidas (ya sean condiciones vinculadas al mercado o no).
- Fecha en la que se produce la extinción de la opción, cuando no se ha ejercitado previamente.

CUADRO 4.12
FECHA DE VALORACIÓN DEL VALOR RAZONABLE SEGÚN NIIF 2

TIPO DE OPERACIÓN	FECHA DE VALORACIÓN
TRANSACCIONES CON EMPLEADOS (Y TERCEROS QUE PRESTAN SERVICIOS SIMILARES)	Fecha de concesión
TRANSACCIONES CON SUJETOS DISTINTOS A LOS EMPLEADOS	Fecha en que se obtienen los bienes o la otra parte presta los servicios

Fuente: Elaboración propia.

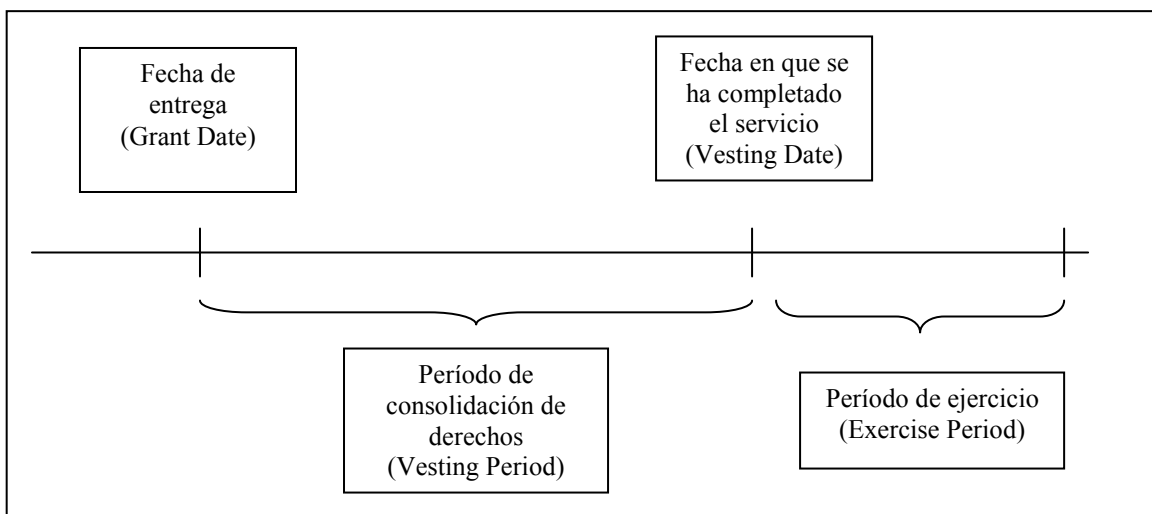
El requerimiento de la normativa contable, tanto por parte de la NIIF 2 como de la SFAS 123 (R), de utilizar la fecha de concesión para la determinación del valor razonable del gasto ha recibido gran cantidad de críticas.

Reynolds [2004, p. 1] opina que el FASB, con su requerimiento, pretende tratar un gasto futuro como si fuese un gasto actual, además, el valor estimado de las opciones entregadas en el día de la entrega no coincidirá con el valor que tendrán el día de ejercicio, debido a las considerables fluctuaciones del precio de las acciones.

De acuerdo con esta postura se muestra Niskanen [2004, p. 1], apuntando que en el día de la entrega no hay desembolso en efectivo ni dilución, por lo tanto, no debería ser registrado ningún gasto, añadiendo que el valor contable de esas formas de compensación deberían estar basadas en el valor de mercado en la fecha en que se ejercitan y no en una fórmula subjetiva cuando se entregan.

Por su parte, Templin [2005, p. 394] también critica el uso de la fecha de concesión, teniendo en cuenta que las opciones pueden acabar sin valor o sencillamente puede ocurrir que los beneficiarios no las ejerciten, situación que podría llevar a que la empresa haya recogido un gasto por una transacción que finalmente no sucede.

GRÁFICO 4.3.
FECHAS Y PERIODOS EN LOS QUE SE DIVIDEN LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES



Fuente: Elaboración propia

Todas estas críticas recibidas hicieron que la doctrina haya venido proponiendo fechas alternativas diferentes a la fecha de concesión en la que se podría calcular el valor razonable. La propia norma SFAS 123 (R) las recoge en su Apéndice B, exponiendo los motivos por los que no se permite su utilización y las razones por las que finalmente la fecha de concesión es la fecha de medición más apropiada. Por su parte, la NIIF 2 también las recoge, a excepción de la “*service expiration date*”, en las Bases para las Conclusiones, en los párrafos BC80 al BC105.

Estas posibles fechas que podrían utilizarse para realizar el cálculo del valor razonable son las siguientes:

a) “*Vesting date*”:

Esta fecha responde a la que el beneficiario ha completado el servicio necesario para que se le entreguen las opciones sobre acciones. Los argumentos vertidos para usar esta fecha, son los siguientes [Samuel y Lymer, 1996, p. 253; González Bravo, 2000, p. 25; SFAS 123(R), 2004, párrafo B35; CBO, 2004, p. 7]:

- En esta fecha, los beneficiarios realmente obtienen los derechos de compra sobre las acciones.
- Como consecuencia de lo anterior es, en esta fecha, en la que surge la obligación por parte de la empresa de entregar las opciones sobre acciones.
- Por comparación con otro tipo de instrumentos financieros, por ejemplo, los warrants, no sujetos a ningún tipo de condición para su consolidación, la “*vesting date*” aplicable a los planes de opciones sobre acciones, es equivalente a la fecha de entrega de los warrants.

Además, la utilización de esta fecha, en lugar de la fecha de entrega, tiene varias ventajas a la hora de realizar el cálculo del valor razonable, aplicando cualquiera de los modelos de valoración de opciones [Rubinstein, 1994, p. 22]:

1. La fecha de finalización está más cercana, por tanto, los problemas de estimación de la volatilidad y los dividendos se reducen.
2. El modelo de valoración no necesita ser revisado por la existencia de un período de carencia o de consolidación de los derechos.
3. No es necesario ajustar el valor total de las opciones, como consecuencia del posible abandono de los beneficiarios o el no cumplimiento de las condiciones exigidas para la consolidación de los derechos. El número de opciones consolidadas es conocido en esta fecha por lo que no tiene que ser estimado y posteriormente revisado.

En contra de utilizar esta fecha está el argumento en base al cual la utilización de esta fecha no es relevante para recoger el coste ya que éste se produjo en el momento en el que las opciones fueron entregadas [CBO, 2004, p. 7].

b) Fecha de servicio:

Es la fecha en que el beneficiario presta el servicio que está relacionado con las opciones que se le entregan. Se trata de una variante de la “vesting date”. Utilizando esta fecha, el reconocimiento del coste de compensación no se basa en el precio de las acciones en un solo día, sino que se usan los precios de las acciones en los días en los cuales los empleados proporcionan los servicios necesarios para adquirir las opciones sobre acciones. Los defensores de esta fecha alegan que el proceso por el que los beneficiarios consolidan el derecho a recibir las opciones es un proceso continuo de medición del coste, que debería hacerse en función de los precios de los ejercicios en los que se van prestando los servicios [González Bravo, 2000, p. 24].

c) “*Service expiration date*”:

Es la fecha en que todas las condiciones requeridas, que pueden cambiar los términos bajo los cuales los empleados pueden ejercer sus opciones sobre acciones, expiran. Normalmente, se especifica un período limitado de tiempo, a menudo 60 ó 90 días, después de la terminación del servicio, durante los que el empleado con opciones puede ejercitarlas. Las opciones son canceladas si aquéllos no las ejercitan antes de que termine dicho periodo. Si el periodo de ejercicio es de 90 días, después de la terminación del servicio, el “service expiration date” es de 90 días antes del periodo máximo de la caducidad de las opciones [SFAS 123(R), 2004, párrafo B40].

Esta fecha también es conocida como “*portability date*” porque es el día en el que un empleado puede terminar la relación de trabajo y todavía tiene el derecho a ejercitar las opciones sobre acciones.

d) Fecha de ejercicio:

Es la fecha en que el beneficiario decide ejercitar la opción de compra de acciones y, por lo tanto, la empresa deberá entregarle las acciones correspondientes. Los defensores de utilizar esta fecha argumentan que las opciones sobre acciones entregadas a los empleados deben considerarse como un pasivo en lugar de como un instrumento de patrimonio neto. Sin embargo, considerar las opciones como pasivo, por un lado, obligaría

a reclasificar otros instrumentos, como, por ejemplo, los “warrants”, como pasivos [Rubinstein, 1994, p. 24]. Por otro, iría en contra del Marco Conceptual, ya que un pasivo se define como una deuda actual de la empresa, surgida a raíz de sucesos pasados, al vencimiento de la cual, y para cancelarla, la empresa espera desprenderse de recursos que incorporan beneficios económicos, es decir, que en el futuro se desprenden de activos, lo cual no ocurre. De ahí que la consideración de las opciones sobre acciones como pasivo debería pasar por una revisión de los conceptos de pasivo y de patrimonio neto.

La ventaja que presenta la utilización de la fecha de ejercicio, en lugar de la fecha de concesión, es que, en dicha fecha, el valor intrínseco permitiría obtener una medida apropiada de la cantidad de compensación pagada por diferencia entre el valor de cotización y el precio de ejercicio [Samuel y Lymer, 1996, p. 253; Mock, 2005, p. 361], evitando tener que recurrir al uso de los complicados métodos de estimación de opciones [Templin, 2005, p. 390], cuyos resultados tan sólo son aproximados.

En contra de la utilización de esta fecha está el hecho de que se estaría reconociendo el gasto en un momento posterior al que debería haberse reconocido, ya que en la fecha de ejercicio ya ha pasado el período de prestación de servicios, que es la operación que ha originado el gasto [Lang, 2004, p. 8].

En resumen, considerando la entrega de opciones sobre acciones como un coste de compensación, éste debe ser calculado en el momento en que se produce la concesión de la citadas opciones, es decir en la fecha de concesión o “gran date”, no siendo posible utilizar ninguna otra fecha porque cualquiera de ellas es posterior al momento en que la empresa incurre en el gasto como consecuencia de la aprobación de la entrega de las opciones.

Por su parte, el BPGC [2007] también recoge la utilización de la fecha de concesión para las transacciones realizadas con empleados que se liquidarán con instrumentos de patrimonio, mientras que se utilizará la fecha en que se reciben los servicios o prestan los servicios, si se trata de transacciones realizadas con sujetos distintos a los empleados.

4.5.2. Factores básicos para la determinación del valor razonable.

En términos similares a como lo hacen otras normas internacionales, referentes al valor razonable, la NIIF 2 [2005, apéndice A] lo define, en líneas generales, como *“el importe por el que un activo podría ser intercambiado, un pasivo, liquidado, o un instrumento de patrimonio concedido podría ser intercambiado, entre partes interesadas y debidamente informadas, en una transacción realizada en condiciones de independencia mutua”*.

En principio, y con carácter general, para la determinación del valor razonable de los instrumentos de patrimonio concedidos se tendrán en cuenta *“los precios de mercado si estuvieran disponibles, teniendo en cuenta los plazos y condiciones sobre los que esos instrumentos de patrimonio fueron concedidos”* [NIIF 2, 2005, párrafo 16]. En particular, para el caso de la concesión de opciones sobre acciones a los empleados, es posible que no estén disponibles los precios de mercado *“ya que dichas opciones están sujetas a plazos y condiciones que no se aplican a las opciones cotizadas. Si no existieran opciones cotizadas con plazos y condiciones parecidos, el valor razonable de las opciones concedidas se estimará aplicando un modelo de valoración de opciones”*.

Cuando los precios de mercado no estuviesen disponibles, situación habitual si lo que se entregan son opciones sobre acciones a los empleados, el valor razonable será determinado, utilizando una técnica de valoración para estimar cuál habría sido *“el precio de esos instrumentos de patrimonio en una transacción en condiciones de independencia mutua, realizada entre partes interesadas y debidamente informadas”* [NIIF 2, 2005, párrafo 17].

Para la determinación del citado valor razonable, la NIIF 2 no define los métodos de valoración específicos utilizables, sino que se limita a describir los factores que, como mínimo, deberán considerarse al estimar el valor razonable de los pagos basados en acciones. Esto se ha hecho así deliberadamente, tal y como recoge el Considerando (4) del Reglamento (CE) nº 211/2005 *“para no obstaculizar el desarrollo de técnicas de medición adecuadas, todavía inexistentes, de todo tipo de pagos basados en acciones (por ejemplo, opciones de compra de acciones de los empleados a largo plazo no negociables)”*. Apuntando a continuación que, seguramente, en el futuro se desarrollarán métodos adecuados para realizar la estimación de este tipo de instrumentos retributivos, teniendo en

cuenta sus características, en especial “*las empresas de reciente cotización y las empresas que carecen de experiencia suficiente pueden tener dificultades para estimar el precio futuro de las acciones*”.

La técnica de valoración elegida, cualquiera que sea, deberá ser “*coherente con los métodos de valoración generalmente aceptados para la fijación de precios de los instrumentos financieros, e incorporará todos los factores e hipótesis que sean conocidas, y que considerarían los partícipes en el mercado a la hora de fijar el precio (teniendo en cuenta los requerimientos de los párrafos 19 a 22)*” [NIIF 2, 2005, párrafo 17]. En la línea de la normativa internacional, la SFAS 123 (R) [2004, párrafo A14] tampoco se decanta por ningún método de valoración de opciones en especial, siempre y cuando el método elegido cumpla una serie de objetivos y requisitos. Por su parte, el BPGC [2007] sólo hace referencia a “*modelos generalmente utilizados para valores opciones*”³²⁸, sin que aparezca la mención expresa a ninguno de ellos.

El valor de la opción suele medirse habitualmente con modelos de valoración generalmente aceptados en los mercados financieros (ver *Cuadro 4.13*), tales como el modelo de Black-Scholes [1973] (que no incluye los dividendos o el modelo de Black-Scholes-Merton, que sí los incluye) o el modelo binomial de Cox-Ross-Rubinstein [1979] (en el Anexo III se incluyen las fórmulas de ambos modelos), siendo éstos los más conocidos y utilizados, posiblemente como consecuencia que el resto son más complicados y laboriosos [García y Manso, 2004; Crespo Espert, 2004].

³²⁸ Dentro de la Primera parte. Marco Conceptual de la contabilidad del BPGC [2007], en el punto 2. Valor razonable del apartado 6º. Criterios de valoración, se recoge que “*para aquellos elementos respecto de los cuales no exista un mercado activo, el valor razonable se obtendrá, en su caso, mediante la aplicación de modelos y técnicas de valoración. Entre los modelos y técnicas de valoración se incluye el empleo de referencias a transacciones recientes en condiciones de independencia mutua entre partes interesadas y debidamente informadas, si estuviesen disponibles, así como referencias al valor razonable de otros activos que sean sustancialmente iguales, métodos de descuento de flujos de efectivo futuros estimados y modelos generalmente utilizados para valorar opciones. En cualquier caso, las técnicas de valoración empleadas deberán ser consistentes con las metodologías aceptadas y utilizadas por el mercado para la fijación de precios, debiéndose usar, si existe, la técnica de valoración empleada por el mercado que haya demostrado ser la que obtiene unas estimaciones más realistas de los precios*”.

CUADRO 4.13
MODELOS DE VALORACIÓN DE OPCIONES DE COMPRA EUROPEAS

TIPOS	MÉTODOS DESARROLLADOS
Métodos analíticos	Fórmula de Black-Scholes [1973] que parte de la hipótesis de que no se reparten dividendos a lo largo de la vida de la opción
	Fórmula de Black-Scholes y Merton [1973] que parte de la hipótesis de la existencia de reparto de dividendos
Métodos numéricos	Método de simulación de Montecarlo desarrollado por Boyle [1977]
	Método de diferencias finitas desarrollado por Brennan y Schwartz [1977 y 1978]
	Método binomial desarrollado por Cox, Ross y Rubinstein [1979]
	Método trinomial desarrollado por Boyle [1986]

Fuente: Elaboración propia.

A pesar de las deficiencias que puedan presentar estos modelos, la fórmula Black-Scholes puede ofrecer una buena estimación del precio que el ejecutivo podría recibir por la opción si pudiese venderla [Hall, 2000, p. 22], si bien es cierto que como las opciones entregadas a los empleados no se pueden vender, su valor real para el ejecutivo suele ser inferior al valor indicado por la fórmula Black-Scholes. En contra, Baril *et al.* [2007, p. 8] y Maller [2002, p. 4] consideran que el modelo binomial permitirá obtener una mejor estimación del valor razonable de las opciones que la fórmula de Black-Scholes, ya que aquél permite una mayor flexibilidad a la hora de tener en cuenta las diferentes variables así como la introducción de las características propias de las opciones sobre acciones entregadas a los empleados. El propio IASB también considera que el modelo binomial es mucho más flexible a la hora de introducir las características propias de los planes de opciones sobre acciones entregados a los empleados [NIIF 2, 2005, párrafo BC161]. Por ejemplo, la fórmula de Black-Scholes asume que el tipo de interés libre de riesgo y la volatilidad³²⁹ permanecen constantes durante toda la vida de la opción, lo cual no refleja la realidad si tenemos en cuenta una opción con un vida total de 10 años, mientras que el

³²⁹ Considerar constante la volatilidad de los precios del subyacente ignora su propio carácter aleatorio y dependiente de la información disponible [García y Manso, 2004, p. 42].

modelo binomial permite utilizar diferentes valores del tipo de interés y volatilidad para cada período.

Para intentar superar las deficiencias que presentan estos métodos de valoración, con respecto a las opciones sobre acciones entregadas a los empleados, se propone incluir variaciones a estos modelos, como, por ejemplo, teniendo en cuenta el ejercicio anticipado, en cuyo caso se puede utilizar la vida que se esperaba que tenga la opción en lugar de su vida total.

Muchos esfuerzos de la doctrina norteamericana [Smith y Zimmerman, 1976; Lambert *et al.*, 1991; Jennergren y Naslund, 1993; Huddart, 1994; Kulatilaka y Marcus, 1994; Rubinstein, 1994; Carpenter, 1998; Carr y Linetsky, 2000; Raupach, 2003; Hull y White, 2004; Bulow y Shoven, 2005; Chance y Yang, 2005; Finnerty, 2005; etc.] se han dirigido a proponer modelos de valoración que permitan obtener una estimación del valor de la opción lo más fiable y exacta posible, siendo, casi todos, variaciones de los anteriores modelos (fundamentalmente, de la fórmula de Black-Scholes y del método binomial).

Así, Bulow y Shoven [2005] proponen un método de valoración que se basa en tratar las opciones sobre acciones entregadas a los empleados, como opciones con una vida de 90 días, cuyo valor se estima utilizando el modelo Black-Scholes. Posteriormente, si el beneficiario va cumpliendo las condiciones exigidas, se irán reconociendo prórrogas de 90 días y dichas prórrogas se estimarán en base al modelo Black-Scholes y contabilizadas como gasto en los períodos siguientes.

Por su parte, Hull y White [2004] proponen un árbol binomial, pero introduciendo el ratio estimado de abandono de los empleados (e) y la posibilidad del ejercicio anticipado (M), suponiendo que éste se produce cuando el precio de las acciones es un cierto múltiplo del precio de ejercicio.

Rubinstein [1994] propone un modelo binomial, incluyendo las características propias de las opciones sobre acciones, como son el periodo de carencia, las condiciones a cumplir, la imposibilidad de vender las opciones, la dilución que provocan y los impuestos.

Finnerty [2005] desarrolla el modelo Black-Scholes-Merton, considerando las opciones sobre acciones entregadas a los trabajadores, como una cartera de opciones europeas, teniendo en cuenta diversas fechas de ejercicio entre la fecha de consolidación de

los derechos y la fecha de extinción de los mismos e incorporando otros factores propios de esta modalidad retributiva.

A pesar de los esfuerzos de los expertos por desarrollar un modelo de valoración de opciones de exclusivo uso para las opciones entregadas a los empleados, que tenga en cuenta sus características específicas, ninguno de los desarrollados hasta ahora ha merecido la atención de los organismos contables. De ahí que éstos (FASB e IASB) no recojan un modelo concreto que deben aplicar las empresas a la hora de realizar el cálculo del valor razonable, dejando dicha elección a la discrecionalidad de cada empresa. Hay que puntualizar que el IASB reconoce que el modelo binomial (o similar) tiene la ventaja de ser mucho más flexible³³⁰ a la hora de utilizar diferentes valores de las variables a lo largo de la vida de la opción [NIIF 2, 2005, párrafo BC161], sin embargo, no consideró oportuno prohibir el uso de la fórmula Black-Scholes-Merton porque puede haber situaciones en las que la citada fórmula obtenga una valoración suficientemente fiable del valor razonable, por ejemplo, si la entidad no ha entregado muchas opciones o si las opciones no tienen una vida muy larga [NIIF 2, 2005, párrafo BC162].

En cualquier caso, esta ausencia de definición del método a aplicar, ha planteado dudas acerca de si esta nueva norma conseguirá alcanzar uno de los objetivos de la contabilidad como es la comparabilidad de los estados financieros [Sylvestre y Sayed, 2005, p. 49].

A este respecto, Hassett y Wallison [2004] se plantean dos cuestiones, como consecuencia de la nueva normativa³³¹:

1) La ausencia de un método satisfactorio para estimar el valor de las opciones entregadas a los empleados, unido al requerimiento que ese valor incierto sea incluido en los beneficios por acción, se muestra inconsistente con los principios y los objetivos de la contabilidad y podría provocar considerables riesgos legales para la empresa.

2) La ausencia de una fórmula fiable para determinar el valor de las opciones entregadas a los empleados llama la atención sobre si el valor razonable es adecuado para que sea usado en este contexto.

³³⁰ El FASB también reconoce que el modelo binomial es mucho más flexible que la fórmula de Black-Scholes [SFAS 123 (R), 2004, párrafo A15], pero tampoco se decanta por ninguno de los dos.

³³¹ En su artículo hacen referencia a la normativa americana SFAS 123 (R) pero que, igualmente, puede hacerse extensible a la normativa internacional NIIF 2.

Por su parte, Niskanen [2004, p. 1] recoge que la nueva propuesta no incrementa la comparabilidad de los beneficios entre diferentes empresas, ya que cada una de ellas podría calcular el coste atribuido a los planes de opciones sobre acciones utilizando modelos diferentes, o incluso suponiendo que aplican el mismo modelo, se basarán en estimaciones diferentes de los factores incluidos en el modelo.

En cualquier caso, todos los modelos de valoración de opciones deben tener en cuenta, como mínimo, los siguientes factores, que son determinantes en el valor de la opción [NIIF 2, 2005, párrafo B6]:

- a) El precio de ejercicio de la opción;
- b) La vida de la opción;
- c) El precio actual de las acciones subyacentes;
- d) La volatilidad esperada del precio de la acción;
- e) Los dividendos esperados sobre las acciones (si es adecuado); y
- f) El tipo de interés libre de riesgo para la vida de la opción.

Estos factores se pueden clasificar en dos tipos: factores endógenos y factores exógenos. Los primeros se corresponden con las características específicas de cada contrato de opción, y son: el precio de ejercicio de la opción y la vida de la opción. En cuanto a los factores exógenos vienen determinados por los mercados, y son: el precio actual de las acciones subyacentes, la volatilidad esperada del precio de la acción, los dividendos esperados sobre las acciones y el tipo de interés libre de riesgo para la vida de la opción.

CUADRO 4.14
FACTORES DETERMINANTES DEL VALOR DE LA OPCIÓN

TIPO	FACTORES
FACTORES ENDÓGENOS	- El precio de ejercicio - La vida de la opción
FACTORES EXÓGENOS	- El precio actual de las acciones subyacentes - La volatilidad esperada del precio de la acción - Los dividendos esperados sobre las acciones - El tipo de interés libre de riesgo para la vida de la opción

Fuente: Elaboración propia

El efecto que tiene cada uno de los diferentes factores anteriores, sobre el valor de la opción de compra, es diferente (ver *Cuadro 4.15*), como comentaremos a continuación.

CUADRO 4.15
EFFECTOS DE LOS DISTINTOS FACTORES SOBRE EL VALOR DE LA OPCIÓN

A MAYOR...	
Precio del subyacente	Incrementa
Precio de ejercicio	Disminuye
Volatilidad	Incrementa
Tipo de interés	Incrementa
Dividendos	Disminuye
Tiempo hasta el vencimiento	Incrementa

Fuente: CNMV [2004b, p. 63].

4.5.2.1. Precio de ejercicio

El precio de ejercicio, que es el valor que el beneficiario deberá pagar cuando llegue el período de ejercicio, si finalmente decide ejercer su opción de compra, afecta de forma inversamente proporcional al valor de la opción [Córdoba, 2001, p. 35]. Así, el valor de una opción será mayor cuanto menor sea el precio de ejercicio [Lamothe, 1993, p. 47],

ya que existirá una mayor probabilidad de que el precio de mercado de la acción acabe superando al de ejercicio [Díez y Mascareñas, 1991, p. 101].

4.5.2.2. Vida de la opción

Una opción, a mayor tiempo, tendrá mayor valor [Lamothe, 1993, p. 46] ya que, razonablemente, cuanto mayor sea la vida de la opción, mayor probabilidad existe de que suba o baje el valor del activo subyacente, y por tanto, de que se puedan ejercitar las opciones [Córdoba, 2001, p. 35; Borrego y García, 2002, p. 260].

Si bien los modelos tradicionales de valoración de opciones consideran, como variable, la vida total de la opción, es decir, desde la fecha de emisión de la opción hasta la fecha de expiración o caducidad de la misma, la normativa internacional [NIIF 2, 2005] recoge que el modelo de valoración elegido tendrá en cuenta el período de vida esperado de la opción, en lugar del período máximo³³².

4.5.2.3. Precio del activo subyacente

El valor de la opción es directamente proporcional [Córdoba, 2001, p. 35] al valor del subyacente, por lo que las alzas en los precios del subyacente provocan subidas del valor de la opción [Díez y Mascareñas, 1991, p. 99; Lamothe, 1993, p. 41].

4.5.2.4. Volatilidad

Constituye el factor clave para la valoración de las opciones, ya que es el único factor que no se conoce y que no se puede determinar a través del uso de ningún modelo o fórmula [Mock, 2005, p. 365]. La volatilidad se refiere al posible rango de variaciones de los precios del subyacente [Lamothe, 1993, p. 43]. Así, los mercados cuyos precios se

³³² Ver el epígrafe 4.5.3.1. *Ejercicio anticipado de las opciones*.

mueven lentamente, son mercados de baja volatilidad, mientras que los mercados, cuyos precios se mueven a gran velocidad, son mercados de alta volatilidad.

Para las opciones normalizadas, que se pueden vender, cuanto mayor sea la volatilidad de la cotización de las acciones de la sociedad, mayor será el valor de sus opciones [Barbat *et al.*, 2000, p. 14; Borrego y García, 2002, p. 260; Lang, 2004, p. 41]. Esto se debe a que “*si el precio de un valor fluctúa mucho, es más difícil prever cuál será su cotización cuando llegue la fecha de vencimiento, y el abanico de posibles precios que se puede esperar en ese momento será más amplio que en un subyacente que presente reducidas variaciones de su precio*” [CNMV, 2004b, p. 35]. Sin embargo, para las opciones sobre acciones que se entregan a los trabajadores, que presentan la característica fundamental de no poder venderse, el efecto de la volatilidad se complica debido al efecto de la aversión al riesgo. Los estudios realizados por Huddart y Lang [1996] y Hemmer *et al.* [1996] concluyen que las opciones con alta volatilidad tienen mayor probabilidad de ser ejercidas anticipadamente. Ante esta situación, el efecto que provoca los incrementos de volatilidad, es decir, incrementar el coste de la opción se ve compensado con el efecto del ejercicio anticipado, que es reducir el coste de la opción.

La volatilidad esperada es una medida del importe de la fluctuación del precio a lo largo de un determinado periodo. La medida de la volatilidad usada en los modelos de valoración de opciones es la desviación típica³³³ anualizada de las tasas de rendimiento sobre las acciones a lo largo de un periodo de tiempo, calculadas utilizando capitalización continua. La volatilidad habitualmente se expresa en términos anualizados, que son comparables independientemente del periodo de tiempo que cubra la serie empleada para su cálculo, por ejemplo, precios diarios³³⁴, semanales o mensuales [NIIF 2, 2005, párrafo B22].

³³³ Los modelos de valoración de opciones asumen la hipótesis de un mercado eficiente para el subyacente, es decir, que los precios del subyacente incorporan automáticamente toda la información relevante sobre dicho subyacente. Si el mercado es eficiente, la variación de los precios será totalmente aleatoria y la distribución estadística de los precios se aproximará a una distribución normal. En una distribución normal, el nivel de dispersión de los valores posibles de la variable lo podemos medir por la varianza o desviación típica [Lamothe, 1993, p. 105].

³³⁴ Lamothe [1993, p. 116] aboga por utilizar datos diarios, al obtener dos importantes ventajas:

1. Permiten un tamaño grande de la muestra, sin necesidad de incluir datos poco significativos por su lejanía en el tiempo.
2. La estimación de la volatilidad será insensible a la estimación de la media.

La tasa de rendimiento (que puede ser positiva o negativa) sobre una acción, para un determinado período, mide los beneficios económicos percibidos por un accionista, ya sea por dividendos o por la apreciación (o depreciación) del precio de la acción [NIIF 2, 2005, párrafo B23].

Normalmente entre los factores a considerar, para la estimación de la volatilidad esperada, deben incluirse los siguientes [NIIF 2, 2005, párrafo B25]:

1) La volatilidad implícita de las opciones sobre acciones de la entidad, que tengan cotización, u otros instrumentos cotizados de la entidad, que contengan características de las opciones (tales como deuda convertible), si existen.

La volatilidad implícita se puede obtener invirtiendo los modelos de valoración, siendo la volatilidad, la incógnita, y la prima de la opción, un dato. En primer lugar, debe seleccionarse el modelo de valoración utilizado por la mayoría del mercado. En segundo lugar, cada opción tendrá una determinada volatilidad implícita, lo que exige calcular la misma por cada serie de opciones en los mercados organizados. Otra alternativa, para obtener dicha variable, es utilizar la volatilidad implícita de las opciones que están en dinero (*at the money*), al presentar dos características [Lamothe, 1993, p. 119]:

- Normalmente son las más líquidas, por lo que ofrecen una mayor representatividad de las opiniones del mercado.
- Adicionalmente son las más sensibles a las variaciones de la volatilidad.

En definitiva, la volatilidad implícita refleja las expectativas del mercado sobre la volatilidad del subyacente hasta el vencimiento de la correspondiente opción. Esto explica que también se la conozca como “volatilidad de mercado” [Lamothe, 1993, p. 117].

2) La volatilidad histórica del precio de la acción en el período más reciente, que generalmente será proporcional al plazo esperado de la opción (teniendo en cuenta la vida contractual restante de la opción y los efectos del eventual ejercicio anticipado esperado).

La volatilidad histórica es la de un subyacente, calculada según series históricas de los precios. El cálculo de la volatilidad histórica se puede realizar de dos formas [Lamothe, 1993, p. 114]:

- En base a los precios de “cierre” del subyacente.
- En base a los precios “alto” y “bajo” registrados en las diferentes sesiones de negociación del subyacente en el período de cálculo.

Para aquellas entidades recientemente cotizadas que no disponen de información suficiente para poder calcular la volatilidad histórica, la NIIF 2 [2005, párrafo B26] establece dos posibilidades:

- a) Computar la volatilidad histórica del período más largo, para el que las cotizaciones de mercado estén disponibles.
- b) Considerar la volatilidad histórica de entidades similares, siguiendo un periodo comparable de sus vidas³³⁵.

3) La extensión temporal del periodo durante el que las acciones de la entidad han cotizado. Una entidad de reciente cotización, podría tener una volatilidad histórica elevada, en comparación con entidades similares que han tenido cotización durante más tiempo.

4) La tendencia de la volatilidad a revertir a su media, es decir, a su nivel medio a largo plazo, y otros factores que indiquen que la volatilidad esperada futura podría diferir de la volatilidad pasada. Por ejemplo, si el precio de la acción de la entidad era extraordinariamente volátil, en algún periodo determinado de tiempo, a consecuencia de una oferta pública de compra de acciones fallida o debido a una reestructuración, ese período podría ser descartado a la hora de computar la volatilidad media histórica anual.

5) El uso de intervalos regulares y adecuados para las observaciones de los precios. Las observaciones del precio deberán ser uniformes de un período a otro. Por ejemplo, la entidad podría usar el precio de cierre semanal o el precio más alto de la semana, pero no debe utilizar el precio de cierre para algunas semanas y el precio más alto para otras.

³³⁵ Por ejemplo, la entidad que sólo ha cotizado durante un año y concede opciones con una vida esperada media de cinco años podría considerar el patrón y nivel de volatilidad histórica de entidades pertenecientes al mismo sector, durante los seis primeros años en los que cotizaron las acciones de dichas entidades [NIIF 2, 2005, párrafo B26].

Además, las observaciones del precio deberán expresarse en la misma moneda que el precio de ejercicio [NIIF 2, 2005, párrafo B25].

CUADRO 4.16
FACTORES A CONSIDERAR EN LA ESTIMACIÓN DE LA VOLATILIDAD ESPERADA SEGÚN LA NIIF 2

TIPO DE ENTIDAD	FACTORES A CONSIDERAR
ENTIDADES COTIZADAS	<ul style="list-style-type: none"> - Volatilidad implícita de las opciones sobre acciones (o de otros instrumentos similares). - Volatilidad histórica del precio de la acción en el período más reciente. - Extensión temporal del periodo durante el que las acciones de la entidad han cotizado. - La tendencia de la volatilidad a revertir a su media. - El uso de intervalos regulares y adecuados para las observaciones de los precios.
ENTIDADES NO COTIZADAS	<ul style="list-style-type: none"> - Si la sociedad ha establecido un mercado interno de sus acciones, puede utilizar la volatilidad del precio de esas acciones. - Podría utilizar la volatilidad histórica o implícita de entidades similares cotizadas. - Si la entidad hubiera utilizado otra metodología para valorar sus acciones, podrá realizar una estimación de la volatilidad esperada en base a esa metodología.

Fuente: Elaboración propia.

En el caso de las sociedades no cotizadas, se presenta el problema de que éstas no dispondrán de información para estimar la volatilidad esperada. En estas situaciones, se presentan varias posibilidades [NIIF 2, 2005, párrafo B28-B30]:

a) Es posible que la sociedad haya establecido un mercado interno para sus acciones, como consecuencia de la entrega habitual de opciones sobre acciones a sus empleados. En estos casos, sería posible utilizar la volatilidad del precio de esas acciones para estimar la volatilidad esperada.

b) Podría considerarse la volatilidad histórica o implícita de entidades similares cotizadas, para las que haya información disponible acerca del precio de la acción o del precio de la opción, con el fin de usarla en la estimación de la volatilidad esperada. Este

método sería muy adecuado, si la sociedad ha referenciado el valor de sus acciones a los precios de las acciones de entidades similares cotizadas.

c) En el caso que la entidad hubiera utilizado otro método para valorar sus acciones, podría utilizar una estimación de la volatilidad esperada que fuera uniforme con esa metodología de valoración. Por ejemplo, la entidad podría valorar sus acciones sobre la base de los activos netos o de las ganancias. También podría considerar la volatilidad esperada de esos valores basados en los activos netos o en las ganancias

4.5.2.5. Dividendos

Los dividendos afectan al precio de la opción, ya que, cuando la sociedad paga dividendos, disminuye la cotización bursátil, por cuyo motivo el valor de la opción disminuiría. Además, una vez anunciado un dividendo con una determinada cuantía, si al final el dividendo pagado fuera mayor, disminuiría el valor de la opción, mientras que, si dicho dividendo disminuyera sobre la cifra inicialmente prevista, el valor de la opción aumentaría [Córdoba, 2001, p. 35].

Los dividendos suponen una reducción de las cotizaciones en la medida que los inversores “descuentan”, del precio de cada acción, los dividendos repartidos. En consecuencia, dado el impacto desfavorable que tienen sobre el precio del activo subyacente, los dividendos afectarán negativamente al valor de las opciones [Lamothe, 1993, p. 45; Chance, 2004, p. 43].

Las empresas pueden retribuir a sus accionistas de dos maneras: incrementando la cotización de las acciones o pagando dividendos. La mayoría de los titulares de opciones, sin embargo, no reciben dividendos; su remuneración está compuesta exclusivamente por el aumento de la cotización. Como una empresa, que paga elevados dividendos, tiene menos efectivo para comprar sus propias acciones en el mercado o para realizar inversiones lucrativas en su actividad, el aumento de la cotización de sus acciones será inferior, en igualdad de condiciones. Por lo tanto, la rentabilidad que ofrece a los titulares de sus opciones será menor [Hall, 2000, p. 22].

Tener en cuenta o no los dividendos esperados, para determinar el valor razonable de las opciones, dependerá de si se han otorgado a los beneficiarios del plan de opciones el derecho a recibir dividendos o una retribución equivalente a los dividendos:

1. Si se han concedido a los beneficiarios de las opciones el derecho a percibir dividendos entre la fecha de concesión y la fecha de ejercicio, *“las opciones concedidas deberán valorarse como si no se fuesen a pagar dividendos sobre las acciones subyacentes; es decir, el valor de la variable representativa de los dividendos debería ser cero”* [NIIF 2, 2005, párrafo B32].
2. Si, por el contrario, los empleados no tienen derecho a recibir dividendos o equivalentes de dividendos antes del ejercicio de la opción, la valoración en la fecha de concesión de los derechos sobre acciones o sobre opciones deberá tener en cuenta los dividendos esperados. Esto quiere decir que al estimar el valor razonable de una concesión de opciones, los dividendos esperados deberán ser incluidos en la aplicación del modelo de valoración de opciones. [NIIF 2, 2005, párrafo B34].

CUADRO 4.17

INCLUSIÓN DE LOS DIVIDENDOS ESPERADOS EN LOS MODELOS DE VALORACIÓN DE OPCIONES SEGÚN LA NIIF 2

SITUACIÓN	VARIABLE DE LOS DIVIDENDOS
SI LOS BENEFICIARIOS DE OPCIONES RECIBEN DIVIDENDOS	El valor de la variable representativa de los dividendos en el modelo de valoración de opciones debería ser cero.
SI LOS BENEFICIARIOS DE OPCIONES NO RECIBEN DIVIDENDOS	Los dividendos estimados deberán ser incluidos en la aplicación del modelo de valoración de opciones.

Fuente: Elaboración propia.

Con carácter general, los modelos de valoración de opciones exigen la utilización de una tasa de rentabilidad esperada por dividendos. Sin embargo, también podría usarse un importe de dividendo esperado en lugar de una tasa de rentabilidad. Si la entidad utiliza

este último dato, deberá considerar su patrón histórico de incremento de los dividendos [NIIF 2, 2005, párrafo B35].

En cualquier caso, la estimación de los dividendos esperados deberá basarse en la información pública disponible. Así, si la entidad no ha pagado dividendos ni tiene intención de hacerlo, tendrá una rentabilidad esperada por dividendos nula.

En el caso de una entidad emergente, que no tenga datos históricos de pago de dividendos y que tenga como expectativa comenzar a pagar dividendos a lo largo de la vida esperada de las opciones sobre acciones que haya concedido a sus empleados, podrían utilizar una media entre sus rentabilidades pasadas por dividendos (cero) y la rentabilidad media por dividendos de un grupo similar comparable [NIIF 2, 2005, párrafo B36].

CUADRO 4.18
VALORACIÓN DE LOS DIVIDENDOS ESPERADOS SEGÚN LA NIIF 2

TIPO DE ENTIDAD	VALORACIÓN DE LOS DIVIDENDOS ESPERADOS
ENTIDADES CON HISTORIAL	<ul style="list-style-type: none"> - Rentabilidad esperada de los dividendos. - Importe de los dividendos esperados.
ENTIDADES EMERGENTES	<ul style="list-style-type: none"> - Pueden utilizar una media entre sus rentabilidades pasadas por dividendos (cero) y la rentabilidad media por dividendos de un grupo similar comparable.

Fuente: Elaboración propia.

4.5.2.6. Tipo de interés libre de riesgo

La compra de una opción de compra supone la inmovilización financiera de una prima pagada, y durante el tiempo de vigencia supone unos costes a deducir de la operación financiera. Si suben los tipos de interés, con una opción se garantiza un precio fijo futuro, que en euros constantes será más pequeño cuando se ejercite la opción; luego el valor de tener derecho a ello, deberá incrementarse. Por el contrario, si bajan los tipos de

interés, el valor de la opción deberá disminuir, ya que, en euros constantes, el valor futuro de las acciones será mayor cuando se ejercite la opción [Córdoba, 2001, p. 35].

En la medida en que una opción de compra es un derecho de compra aplazada, tendrá mayor valor cuanto más alto sea el tipo de interés, ya que el valor actual del precio de ejercicio será más pequeño. En cualquier caso, el efecto que sobre las primas de las opciones tienen los movimientos de los tipos de interés no es muy importante en términos relativos con los efectos de otros factores [Lamothe, 1993, p. 45].

Normalmente, el tipo de interés libre de riesgo es la rentabilidad implícita, actualmente disponible, para las emisiones cupón cero de los organismos públicos de aquellos países en cuya moneda se expresa el precio de ejercicio, con un plazo restante igual al plazo esperado de la opción que va a ser valorada (basado en la vida contractual restante de la vida de la opción y teniendo en cuenta los efectos de un eventual ejercicio anticipado esperado).

Sin embargo, podría ser necesario emplear un sustituto adecuado, en las siguientes situaciones [NIIF 2, 2005, párrafo B37]:

1. Si no existieran esas emisiones por parte de organismos públicos.
2. Si las circunstancias indicasen que la rentabilidad implícita sobre las emisiones cupón cero de los organismos públicos no es representativa del tipo de interés libre de riesgo (por ejemplo, en economías con elevada inflación).
3. Si los participantes en el mercado consideran que debería determinarse el tipo de interés libre de riesgo, usando este sustituto, en lugar de la rentabilidad implícita de las emisiones cupón cero de los organismos públicos, al estimar el valor razonable de una opción con una vida igual al período esperado de la opción que se está valorando.

CUADRO 4.19
VALORACIÓN DEL TIPO DE INTERÉS LIBRE DE RIESGO SEGÚN LA NIIF 2

CRITERIOS	VALORACIÓN DEL TIPO DE INTERÉS
CRITERIO GENERAL	Rentabilidad implícita para las emisiones cupón cero de los organismos públicos
CRITERIO ALTERNATIVO	<p>Se utilizará un criterio sustituto al general si se da alguna de las siguientes situaciones:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Si no existiesen las citadas emisiones cupón cero. 2) Si la rentabilidad de dichas emisiones cupón cero no es representativa del tipo de interés libre de riesgo. 3) Si los partícipes del mercado consideran que debería utilizarse otro criterio para estimar el valor razonable de una opción.

Fuente: Elaboración propia.

4.5.3. Otros factores a tener en cuenta para determinar el valor razonable.

Además de los factores citados anteriormente, y que deben tenerse en cuenta a la hora del cálculo del valor razonable (precio de ejercicio, vida de la opción, precio del activo, volatilidad, dividendos y tipo de interés), si existe algún otro factor que un “*sujeto interesado y debidamente informado*” consideraría, al establecer el precio, también se tendrá en cuenta. Sin embargo, en ningún caso, se tendrán en cuenta los factores que afectan al valor de la opción desde la perspectiva sólo individual del empleado, ya que, en estos casos, dichos factores se consideran como irrelevantes para la estimación del precio que establecería un participante en el mercado interesado y debidamente informado.

La normativa internacional no hace una enumeración de los factores que deben tenerse en cuenta. Sin embargo, sí presta especial atención a que las opciones sobre acciones entregadas a los empleados, cuando pueden ejercerse anticipadamente en determinadas circunstancias, sea un factor a considerar en la estimación del valor razonable.

En la misma línea, también se hace referencia a las condiciones que, en muchas ocasiones, deben cumplir los beneficiarios, para poder adquirir los derechos de compra sobre las acciones, siendo condiciones que pueden estar referidas o no al mercado, circunstancia ésta que determina su inclusión o no en la estimación del valor razonable.

4.5.3.1. Ejercicio anticipado de las opciones

En ocasiones, los beneficiarios de un plan de opciones sobre acciones pueden ejercitar las opciones anticipadamente, por diversos motivos, entre los que se encuentran los siguientes:

- Es el único modo de liquidar su posición, ya que las opciones sobre acciones son, normalmente, intransmisibles, lo que puede dar lugar a que los beneficiarios las ejerciten anticipadamente, es decir, nada más empezar el período de ejercicio. La explicación de este hecho la encontramos en la aversión al riesgo y la falta de diversificación de las inversiones de estos beneficiarios [Kulatilaka y Marcus, 1994, p. 55; Rapauch, 2003, p. 2; Cvitanic *et al.*, 2006, p. 1], por lo que, normalmente “*los beneficiarios suelen reducir su riesgo ejercitando las opciones sobre acciones mucho antes de lo que lo haría un inversor adecuadamente diversificado, por lo que se reduce el potencial de obtener una rentabilidad muy superior, que conseguiría si se conservaran hasta su madurez*” [Bodie *et al.*, 2003, p. 88].
- En los supuestos ya mencionados³³⁶ de jubilación, incapacidad, terminación del contrato o despido improcedente del beneficiario, a pesar de cesar su prestación de servicios, normalmente se permite el ejercicio anticipado de las opciones que se hayan consolidado hasta ese momento. En el resto de casos, normalmente, si el empleado cesa sus servicios de forma voluntaria, no se permite el ejercicio anticipado, sino que simplemente pierden las opciones.
- Existen otras situaciones que pueden llevar a que el beneficiario quiera ejercitar las opciones de forma anticipada. Por ejemplo, ante el conocimiento

³³⁶ Ver epígrafe 3.2.2.3. *Cláusulas de “fidelidad”*.

de que la empresa va a entregar dividendos adicionales a los accionistas o ante información adversa sobre las perspectivas de futuro de la empresa, los beneficiarios podrían estar interesados en ejercitar anticipadamente las opciones [Maris *et al.*, 2003, p. 671].

La normativa internacional recoge que, el método de valoración que se utilice para la determinación del valor razonable, tenga en cuenta este factor de ejercicio anticipado para la determinación del valor razonable, ya que, en caso contrario, tal y como ha venido recogiendo la doctrina americana [Kulatilaka y Marcus, 1994, p. 47; Harter y Harikumar, 2002, p. 1008; Bettis *et al.*, 2003, p. 37], el valor obtenido a través de los modelos tradicionales será superior al valor real de las opciones, recogiendo que los medios, para tener en cuenta los efectos del ejercicio anticipado esperado, dependen del tipo de modelo de valoración de opciones que se aplique.

El ejercicio anticipado puede considerarse empleando una estimación de la vida esperada de la opción, periodo de tiempo desde la fecha de concesión hasta la fecha en la que se espera que la opción sea ejercitada, tal y como ha venido recomendando la doctrina [Strawser, 1993, p. 3; Hemmer *et al.*, 1994, p. 24; Bodie *et al.*, 2003, p. 88], como una variable del modelo de valoración de opciones (por ejemplo, la fórmula Black-Scholes-Merton)³³⁷. Alternativamente, el ejercicio anticipado esperado podría ser modelizado, a través de un modelo de valoración de opciones binomial o similar, que emplea la vida contractual, como una variable más [NIIF 2, 2005, párrafo B17].

La vida esperada de las opciones sobre acciones, concedidas a un grupo de empleados, se puede basar en la estimación de alguna de las siguientes medidas [NIIF 2, 2005, párrafo B19]:

1. En la vida media ponderada esperada para todo el grupo de empleados.
2. En la vida media ponderada según los subgrupos de empleados pertenecientes al grupo, basándose en datos más detallados acerca del comportamiento del ejercicio por parte de los empleados.

³³⁷ Hay autores [Maris *et al.*, 2003, p. 670] que consideran que la vida esperada de la opción no es un parámetro que pueda ser incluido en el modelo de Black-Scholes, por lo que se requiere el uso del modelo binomial si se quiere tener en cuenta la posibilidad del ejercicio anticipado.

Es muy probable que se obtenga mayor relevancia, dividiendo la concesión de opciones en grupos de empleados, con un comportamiento de ejercicio relativamente homogéneo. El valor de la opción no es una función lineal del plazo de la opción, ya que dicho valor aumenta a una tasa decreciente a medida que el plazo se alarga. Por ejemplo, si todas las hipótesis son iguales, aunque una opción con un periodo de dos años valga más que una opción con un periodo de ejercicio de un año, no llega a valer el doble. Esto significa que calcular el valor estimado de la opción sobre la base de una única vida media ponderada, que incluya vidas individuales significativamente diferentes, podría sobreestimar el valor razonable total de las opciones sobre acciones concedidas. Si se dividen las opciones concedidas en varios grupos, cada uno de ellos con un rango relativamente estrecho de vidas incluidas en su media ponderada, se reducirá esa posibilidad de sobrestimación.

En cualquier caso, la normativa internacional recoge que, entre los factores a considerar³³⁸ en la estimación del ejercicio anticipado de las opciones, se incluyan los siguientes [NIIF 2, 2005, párrafo B18]:

- a. La duración del periodo necesario para la irrevocabilidad del derecho, porque las opciones sobre acciones habitualmente no pueden ser ejercidas hasta el término del periodo de generación del derecho. Además, la determinación de las implicaciones de valoración del ejercicio anticipado se basa en la asunción de que las opciones se concederán.
- b. La duración media de opciones similares, que hayan estado en circulación en el pasado.
- c. El precio de las acciones subyacentes. La experiencia puede indicar que los empleados tienden a ejercitar las opciones, cuando el precio de las acciones alcanza un determinado nivel por encima del precio de ejercicio.

³³⁸ De forma similar, el SFAS 123 (R) recoge los siguientes factores a considerar [SFAS 123 (R), 2004, párrafo A28]:

a. The vesting period of the award.

b. Employees' historical exercise and post-vesting employment termination behavior for similar grants.

c. Expected volatility of the price of the underlying share.

d. Blackout periods and other coexisting arrangements such as agreements that allow for exercise to automatically occur during blackout periods if certain conditions are satisfied.

e. Employees' ages, lengths of service, and home jurisdictions (that is, domestic or foreign)".

- d. El nivel del empleado dentro de la organización. Por ejemplo, la experiencia puede indicar que los empleados de niveles superiores tienden a ejercitar las opciones más tarde que los empleados de niveles inferiores.

Consideraciones parecidas se aplican cuando se emplea un modelo binomial u otro similar. Por ejemplo, la experiencia de una entidad que concede opciones de forma general a todos los niveles de empleados, podría indicar que los directivos de nivel superior tienen a ejercitar sus opciones antes que cualquier otro grupo. Además, los empleados a los que se aconseja o se obliga a mantener un importe mínimo de opciones, podrían, por término medio, ejercitar opciones más tarde que los empleados que no están sujetos a esa restricción. En esas situaciones, separar las opciones por grupos de receptores con comportamientos respecto al ejercicio relativamente homogéneos, dará lugar a una estimación más precisa del valor razonable total de las opciones sobre acciones concedidas.

- e. La volatilidad esperada de las acciones subyacentes. Por término medio, los empleados podrían tender a ejercitar opciones sobre acciones muy volátiles antes que las opciones sobre acciones con poca volatilidad.

CUADRO 4.20
VALORACIÓN DEL EJERCICIO ANTICIPADO DE LAS OPCIONES
SEGÚN LA NIIF 2

ASPECTOS	CRITERIOS
EJERCICIO ANTICIPADO	Debe considerarse para valorar las opciones sobre acciones entregadas a los empleados la vida esperada de la opción.
CRITERIOS PARA ESTIMAR LA VIDA ESPERADA	- Vida media ponderada esperada para todo el grupo de empleados. - Vida media ponderada según los subgrupos de empleados pertenecientes al grupo.
FACTORES A TENER EN CUENTA PARA LA ESTIMACIÓN DE LA VIDA ESPERADA	a) La duración del período de consolidación de los derechos. b) La duración media de opciones similares. c) El precio de las acciones subyacentes. d) El nivel del empleado en la organización. e) La volatilidad esperada de las acciones subyacentes.

Fuente: Elaboración propia.

4.5.3.2. Condiciones a cumplir para el ejercicio de las opciones.

La concesión de acciones o de opciones sobre acciones, normalmente, está sujeta al cumplimiento de ciertos requisitos, tales como: a) que el empleado siga prestando sus servicios a la empresa; b) que se alcance un determinado rendimiento; c) que consiga aumentar el importe de los beneficios o el precio de las acciones, etc. La NIIF 2 [2005, Anexo A] define estos requisitos como *“las condiciones que debe cumplir la otra parte para conseguir el derecho irrevocable a recibir efectivo, otros activos o instrumentos de patrimonio de la entidad, según acuerdo de pagos basados en acciones (...) entre las condiciones para lograr la irrevocabilidad (o consolidación) del derecho se incluyen algunas sobre prestación de servicios, que requieren de la otra parte que complete un determinado periodo de prestación de servicios, y algunas condiciones de rendimiento, que requieren alcanzar determinados objetivos de rendimiento (tales como un determinado aumento en el beneficio de la entidad a lo largo de un determinado período de tiempo)”*.

Según la normativa internacional, estas condiciones, dependiendo de si están referidas al mercado o no, tendrán una influencia diferente sobre la estimación del valor razonable de las opciones.

Las condiciones no referidas al mercado (tales como que el trabajador debe permanecer durante un determinado período de tiempo prestando sus servicios para poder ejercitar las opciones) no se tendrán en cuenta al estimar el valor razonable de las opciones sobre acciones. Sin embargo, dichas condiciones sí se tendrán en cuenta para estimar el número de opciones que se prevé que se devengarán. Así, durante el período de exclusión (durante el cual deben cumplirse los requisitos exigidos) se reconocerá el importe de los bienes y servicios recibidos, utilizando la mejor estimación del número opciones que se espera que se ejerciten. Si las informaciones posteriores indicasen que el número de opciones difiere de la estimación inicial, se procederá a revisar la misma. Por último, en la fecha de devengo o consolidación, la entidad revisará la estimación, a fin de que sea igual al número de opciones que cumplen las condiciones.

CUADRO 4.21
PROCEDIMIENTO PARA TENER EN CUENTA LAS CONDICIONES
ASOCIADAS AL EJERCICIO DE LAS OPCIONES

FECHA	CONDICIONES REFERIDAS AL MERCADO	CONDICIONES NO REFERIDAS AL MERCADO
DÍA DE CONCESIÓN	El valor razonable incluirá las condiciones referidas al mercado	El valor razonable no incluirá las condiciones no referidas al mercado
ESTADOS FINANCIEROS INTERMEDIOS (entre la fecha de concesión y fecha de ejercicio)	Gasto acumulado en esta fecha equivaldrá al resultado de multiplicar la estimación inicial de opciones y el valor razonable inicial	Gasto acumulado equivaldrá al resultado de multiplicar la última estimación de opciones que se ejercitarán y el valor razonable inicial
FINAL DEL PERÍODO DEL CUMPLIMIENTO DE CONDICIONES	Gasto acumulado en esta fecha equivaldrá al resultado de multiplicar la estimación inicial de opciones y el valor razonable inicial	Gasto acumulado equivaldrá al resultado de multiplicar las opciones que efectivamente se ejerciten y el valor razonable inicial

Fuente: Elaboración propia.

Por el contrario, aquellas condiciones exigidas que estén referidas al mercado (como, por ejemplo, un precio objetivo de la acción al que esté condicionado el ejercicio de la opción) afectarán a la estimación del valor razonable. Por ello, la entidad reconocerá los bienes y servicios recibidos de la otra parte que satisfagan el resto de condiciones independientemente de que se cumpla la condición relativa al mercado, sin que, en ningún momento posterior, pueda realizarse ningún tipo de revisión.

Si la entrega de instrumentos de capital conlleva una cláusula de renovación, es decir, se entrega una “*opción sobre acciones cuando se utiliza una acción para satisfacer el precio de ejercicio de una opción sobre acciones previa*” [NIIF 2, 2005, Apéndice A], ésta no será considerada para estimar el valor razonable. Este tipo de opciones debe contabilizarse como una nueva concesión de opciones, siempre y cuando se conceda con posterioridad.

4.5.4. Gasto a reconocer

El gasto a reconocer se calculará multiplicando el valor de las opciones que se haya obtenido, aplicando el valor razonable (o en su defecto, el valor intrínseco), por el número de opciones que se estima que vayan a ejercerse.

El valor razonable, calculado para las opciones en la fecha de concesión, no se revisará en fechas posteriores a pesar de que es cierto que el valor de la opción puede variar a lo largo del período que va desde la fecha de concesión hasta la fecha de ejercicio. Este aspecto, que no sólo aparece recogido en la NIIF 2, sino también en la SFAS 123 (R), ha venido suscitando algunas críticas [Ehrhardt, 2003, p. 3; Chance, 2004, p. 50; Hull y White, 2004].

Una parte de la doctrina [Ehrhardt, 2003, p. 3; Hull y White, 2004] se ha manifestado a favor de que el valor de los planes de opciones sobre acciones sea recogido al valor de mercado cada año, de tal forma que se actualice el valor incluido para reflejar el valor estimado de mercado en el momento actual.

La oposición del FASB a esta revisión se debe a la preocupación que las compañías puedan aprovechar dicha circunstancia para manipular los beneficios [Chance, 2004, p. 50]. Además, si se recogiese la posibilidad de corregir a valor de mercado las opciones sobre acciones, se abriría la posibilidad y el debate de corregir los importes de todos los activos y pasivos [Bodie *et al.*, 2003, p. 94].

Otro argumento, esgrimido en contra de recoger los planes de opciones sobre acciones al valor de mercado, es que en esos casos acabarían siendo penalizadas las compañías que presenten un buen rendimiento, ya que éstas irán recogido más y más gastos al ir revisando el valor razonable de las opciones que se irán incrementando a lo largo de los años [Chance, 2004, p. 50]. Para evitar todos estos inconvenientes, Rubinstein [1994, p. 24] propone que se contabilice en la fecha de ejercicio, así se evitarían introducir estimaciones.

Para la estimación del número de opciones deben tenerse en cuenta las condiciones exigidas para su ejercicio, estén referidas o no al mercado, ya que “*el cumplimiento de las condiciones para la consolidación afecta directamente al número de opciones que se espera consolidar*” [Arce y Giner, 2005, p. 39]. De ahí que la normativa recoja que “*no se reconocerá ningún importe acumulado por los bienes o servicios recibidos, si los*

instrumentos de patrimonio concedidos no se consolidan a consecuencia del incumplimiento de alguna condición necesaria para la irrevocabilidad de los mismos, por ejemplo, si la otra parte no contempla un determinado período de prestación de servicios, o no cumple alguna condición relativa al rendimiento” [NIIF 2, 2005, párrafo 19].

La estimación realizada del número de opciones se revisará siempre que sea necesario y que *“la información posterior indique que el número de instrumentos de patrimonio que se espere consolidar difiera de las estimaciones previas”* [NIIF 2, 2005, párrafo 20]. Asimismo, se llevará a cabo una revisión en la fecha límite del cumplimiento de las condiciones exigidas a los beneficiarios (fecha de irrevocabilidad), para que *“sea igual al número de instrumentos de patrimonio que finalmente cumplirán las condiciones para la irrevocabilidad”* [NIIF 2, 2005, párrafo 20].

Una vez que la entidad haya reconocido los bienes y servicios recibidos, como gasto, así como el correspondiente incremento en el patrimonio neto (ver Cuadro 4.22), la entidad no realizará ajustes adicionales al patrimonio neto tras la fecha de irrevocabilidad. Por ejemplo, la entidad no revertirá posteriormente el importe reconocido por los servicios recibidos de un empleado si las opciones no se llegan a ejercitar. Sin embargo, este requerimiento no impide que la entidad reconozca una transferencia dentro del patrimonio neto desde un componente del patrimonio neto a otro [NIIF 2, 2005, párrafo 23].

CUADRO 4.22

ASIENTO CONTABLE DEL RECONOCIMIENTO DEL GASTO DEL PLAN DE OPCIONES SOBRE ACCIONES

DEBE		HABER
(6XX) Gasto de opciones sobre acciones	a	(1XX) Patrimonio Neto

4.5.5. Circunstancias posteriores al reconocimiento del gasto.

4.5.5.1. Modificaciones en los plazos y condiciones

Las entidades podrían modificar los plazos y condiciones fijados en el momento de otorgar el plan de opciones sobre acciones a los empleados. Si se produjese algún tipo de modificación, la entidad, como mínimo, deberá reconocer los servicios recibidos, medidos por su valor razonable en la fecha de concesión de los instrumentos de patrimonio otorgados. Además, deberán reconocerse los efectos de las modificaciones que aumenten el total del valor razonable de los acuerdos de pago basado en acciones o que sean, de alguna forma, beneficiosos para el empleado.

Cuando se produzcan modificaciones que no resultan beneficiosas para el perceptor de los derechos de compra, la entidad seguirá contabilizando los servicios recibidos (como contrapartida de las opciones sobre acciones concedidas), como si no se hubiese producido la modificación. Por ejemplo:

- Si la modificación reduce el valor razonable, la entidad no tendrá en cuenta esa disminución.
- Si la modificación reduce el número de títulos, dicha reducción se contabiliza como una cancelación de esa parte de la concesión.
- Si se incrementa el período de irrevocabilidad, se modifica o se añade nuevas condiciones sobre el rendimiento, no se tendrán en cuenta las condiciones para la irrevocabilidad de la concesión.

Por su parte, las modificaciones beneficiosas, para el perceptor del plan de opciones sobre acciones, pueden provocar las siguientes situaciones:

1. Aumentar el valor razonable de las opciones.
2. Aumentar el número de opciones concedidas en el contrato.
3. Afectar a las condiciones para la consolidación de los derechos de modo que sea más fácil conseguirlos.

CUADRO 4.23
TIPOS DE MODIFICACIONES EN LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES

TIPOS DE MODIFICACIONES	EFEECTO	TRATAMIENTO
BENEFICIOSAS	Incrementa el valor razonable	Debe revisarse el valor de las opciones
	Incrementa el número de opciones	Debe incluirse el valor de las nuevas opciones
	Más probabilidad de concesión de opciones	Debe revisarse las condiciones de consolidación de los derechos
NO BENEFICIOSAS	Disminuye el valor razonable	Se ignorará la modificación
	Disminuye el número de opciones	Se considerará como una cancelación
	Menos probabilidad de concesión de opciones	Se ignorará la modificación

Fuente: Elaboración propia

En el primer caso, si la modificación incrementa el valor razonable, como, por ejemplo, reduciendo el precio de ejercicio de las opciones practicando el “*repricing*”, se debe incluir el valor razonable incremental, entendido éste como la diferencia entre el valor razonable de la opción modificada y el de la opción original, ambos estimados en la fecha de modificación. Si la modificación se produce en el período de consolidación, el valor razonable incremental se sumará al valor razonable de los títulos en la fecha de concesión, reconociéndose como gasto del período desde la fecha de modificación hasta la fecha de consolidación. Si, por el contrario, la modificación se produce después de la fecha de consolidación, el valor razonable incremental se reconocerá inmediatamente como gasto, aunque también sería posible reconocerlo durante el período de obtención de los derechos, si el empleado está obligado a prestar un periodo de servicio adicional, antes de obtener incondicionalmente las opciones.

CUADRO 4.24
TRATAMIENTO DE LAS MODIFICACIONES BENEFICIOSAS EN LOS
PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES

MODIFICACIÓN	EFECTO	RECONOCIMIENTO
AUMENTA EL VALOR RAZONABLE	Debe incluirse el valor razonable incremental	Modificación se produce en el periodo de consolidación: el gasto se imputará en el periodo restante (fecha de modificación a la de consolidación).
		Modificación se produce después de la fecha de consolidación: se reconocerá el gasto inmediatamente.
AUMENTA EL NÚMERO DE OPCIONES	Debe incluirse el valor razonable de las opciones adicionales	Modificación se produce en el periodo de consolidación: el gasto se imputará en el periodo restante (fecha de modificación a la de consolidación).
		Modificación se produce después de la fecha de consolidación: se reconocerá el gasto inmediatamente.
MÁS PROBABILIDAD DE CONSEGUIR LAS OPCIONES	No afecta al valor razonable al tratarse de condiciones no relacionadas con el mercado	

Fuente: Elaboración propia.

En el segundo caso, si la modificación incrementa el número de opciones, se incluirá el valor razonable de los instrumentos de patrimonio concedidos adicionales, valorados en la fecha de modificación, en la medición del importe reconocido por los servicios recibidos en las mismas condiciones que en el caso anterior.

Por último, si lo que se produce es la modificación de alguna de las condiciones, por ejemplo, del período de obtención de los derechos o alguna de las condiciones de rendimiento establecidas, estos cambios no afectarán al valor asignado a las opciones sobre acciones por tratarse de condiciones distintas a las de mercado. Sin embargo, si dicha modificación es beneficiosa para el perceptor, la entidad tendrá en cuenta esas

modificaciones para el tratamiento de las condiciones para la irrevocabilidad de la concesión.

4.5.5.2. Cancelaciones y liquidaciones del plan de opciones sobre acciones.

La cancelación o liquidación de un plan de opciones sobre acciones durante el período de consolidación, y siempre que sea por causa diferente al no cumplimiento de las condiciones por parte de los beneficiarios, debe darse como consecuencia de un acuerdo con el trabajador [Arce y Giner, 2005, p. 40] y se tendrán en cuenta las siguientes consideraciones:

a) La cancelación o liquidación se contabilizará como una aceleración de la consolidación de los derechos, por lo que se reconocerá inmediatamente el importe equivalente que se habría reconocido por los servicios recibidos a lo largo del período restante del cumplimiento de las condiciones.

b) Cualquier pago hecho al empleado, para la cancelación o liquidación, se contabilizará como una recompra de una participación en el patrimonio neto, es decir, como una deducción del patrimonio neto (con abono a una cuenta de tesorería), salvo los pagos que excedan al valor razonable de las opciones, ya que la parte que exceda el valor razonable se reconocerá como gasto.

c) Si se conceden nuevas opciones sobre acciones en una fecha próxima a la cancelación del otro plan:

1. Si esta concesión se identifica como sustitutiva de la anterior, se registrará como una modificación del plan anterior.
2. Si esta concesión no es sustitutiva, se registrará como una nueva concesión.

Si la entidad recompra opciones consolidadas por parte de sus beneficiarios, en una fecha posterior a la de consolidación, el pago realizado al empleado se contabilizará como una deducción del patrimonio neto hasta el límite del valor razonable de los instrumentos recomprados. El exceso de este importe se registrará como un gasto.

4.6. PERÍODO EN QUE DEBE SER CONTABILIZADO EL GASTO.

La normativa internacional establece como regla general que las opciones sobre acciones otorgadas se reconozcan como gasto “*en el momento de la obtención de dichos bienes o cuando dichos servicios sean recibidos*” [NIIF 2, 2005, párrafo 7].

Ahora bien, la norma distingue tres situaciones diferentes que pueden producirse dependiendo de las condiciones que se establezcan en el contrato [NIIF 2, 2005, párrafos 14 y 15]:

1. Que el derecho se consolide inmediatamente en el momento de la concesión.
2. Que los planes especifiquen un período determinado para la consolidación de los derechos del trabajador, no pudiéndose ejercitar la opción durante este período (período de exclusión).
3. Que el período de exclusión (o de consolidación de los derechos) en el momento de la concesión esté indeterminado.

En el primer caso, si los derechos otorgados a los empleados se consolidan de forma inmediata, sin necesidad de cumplir ningún tipo de condición (estaríamos, en este caso, en una situación en la que se habrá tenido en cuenta alguna condición a priori para determinar los beneficiarios del plan de opciones sobre acciones), la entidad reconocerá inmediatamente (ya que los servicios que están retribuyendo ya han sido prestados) los servicios recibidos (junto con el incremento del patrimonio neto) en la fecha de concesión del plan [NIIF 2, 2005, párrafo 14], so pena que exista alguna prueba en contra, según establece la propia norma.

En el segundo caso, si los derechos otorgados se consolidan, cuando la otra parte, en este caso, el empleado, complete un determinado período de servicios, se presume “*que los servicios se van a prestar por la parte, como contrapartida de esos instrumentos que recibirá en el futuro, durante el período de irrevocabilidad (o consolidación) de la concesión a lo largo del cual esos derechos se convierten en irrevocables*” [NIIF 2, 2005, párrafo 15], por lo que los servicios prestados se contabilizarán durante el período en que los derechos se conviertan en irrevocables.

Por ejemplo, si a un empleado se le conceden opciones sobre acciones, de acuerdo con la condición de que preste sus servicios durante tres años, se presume que los servicios

prestados como contrapartida de las opciones sobre acciones son los que se realizarán durante ese período de tres años necesarios para que el derecho se consolide [NIIF 2, 2005, párrafo 14a].

**CUADRO 4.25
FECHA DE IMPUTACIÓN DEL GASTO**

SITUACIONES	RECONOCIMIENTO DEL GASTO
EL DERECHO SE CONSOLIDA EN EL MOMENTO DE LA CONCESIÓN	Se reconocerá el gasto (y el incremento del neto) inmediatamente
EXISTE UN PERÍODO DETERMINADO DE CONSOLIDACIÓN	Se reconocerá el gasto (y el incremento del neto) a lo largo de dicho período de consolidación
EL PERÍODO DE CONSOLIDACIÓN NO ESTÁ DETERMINADO	Se reconocerá el gasto (y el incremento del neto) durante el período estimado de consolidación

Fuente: Elaboración propia.

En el tercer caso, si a un empleado se le conceden opciones sobre acciones en virtud a la condición de que alcance un determinado nivel de rentabilidad, debe permanecer en la empresa hasta que dicho nivel se alcance. En esta situación no se puede conocer a priori el período de consolidación, ya que éste va a variar dependiendo de cuándo se alcance ese nivel de rendimiento. En estas situaciones, la normativa establece que se presumirá que los servicios a prestar por el trabajador, como contrapartida de las opciones sobre acciones, se recibirán en el futuro a lo largo del período esperado de consolidación del derecho.

En estos casos, el período esperado se estimará basándose en el desenlace más probable que puede tener la condición de rendimiento impuesta, teniendo en cuenta los siguientes criterios [NIIF 2, 2005, párrafo 15b]:

- Si el rendimiento se midiese en función de una condición relativa al mercado (como, por ejemplo, la cotización de las acciones de la sociedad, la

revalorización de las acciones con respecto a la experimentada por un determinado índice, etc.):

La estimación de la duración del período esperado será coherente con las hipótesis empleadas para estimar el valor razonable de las opciones emitidas y no se revisará posteriormente.

- Si la condición de rendimiento no fuese una condición relativa al mercado (objetivos de ventas o de resultados):

La entidad revisará su estimación acerca de la duración del período de consolidación de los derechos, si fuera necesario, siempre que la información posterior indicara que la duración del período de cumplimiento de la condición difiere de la estimada previamente.

Para la determinación del período en que se debe ser contabilizado el gasto, como consecuencia de las opciones sobre acciones, se ha tenido en cuenta la hipótesis del devengo³³⁹. Según el Marco Conceptual del IASB, la hipótesis del devengo consiste en que *“los efectos de las transacciones y demás sucesos se reconocen cuando ocurren (y no cuando se recibe o paga dinero u otro equivalente líquido), asimismo se registran en los libros contables y se informa sobre ellos en los estados financieros de los ejercicios con los cuales se relacionan. Los estados financieros elaborados sobre la base del devengo contable informan a los usuarios no sólo de las transacciones pasadas que suponen cobros o pagos de dinero, sino también de las obligaciones de pago en el futuro y de los recursos que representan dinero a cobrar en el futuro. Por todo lo anterior, tales estados suministran el tipo de información, acerca de las transacciones y otros sucesos pasados, que resulta más útil a los usuarios al tomar decisiones económicas”* [IASB, 1989, párrafo 22]. Este principio es equivalente al principio de devengo recogido en el PGC-90.

Aplicando este principio para la contabilización de los planes de opciones sobre acciones, si se considera que dichos planes constituyen sistemas retributivos a cambio de un servicio prestado por los trabajadores de la empresa, la prestación del servicio es por

³³⁹ Esta es una de las dos hipótesis fundamentales recogidas en el Marco Conceptual del IASB, junto con la hipótesis de empresa en funcionamiento.

naturaleza la corriente económica que debería marcar la contabilización de este hecho [González Bravo, 2000, p. 21].

CUADRO 4.26
PRINCIPIOS CONTABLE DEL PGC Y MARCO CONCEPTUAL DEL IASB

PRINCIPIOS EN EL PGC	
PRUDENCIA	Característica cualitativa asociada a la fiabilidad
EMPRESA EN FUNCIONAMIENTO	Hipótesis básica
REGISTRO	Criterios de reconocimiento
PRECIO DE ADQUISICIÓN	Uno de los posibles criterios de valoración
DEVENGO	Hipótesis básica
CORRELACIÓN DE INGRESOS Y GASTOS	Criterios de reconocimiento
NO COMPENSACIÓN	Consecuencia de la relevancia
UNIFORMIDAD	Característica cualitativa asociada a la comparabilidad
IMPORTANCIA RELATIVA	Variable asociada a la relevancia

Fuente: Tua Pereda [2002, p. 56]

Por su parte, para el reconocimiento de cualquier gasto, según recoge el Marco Conceptual del IASB, se estará a que *“los gastos se reconocen, en el estado de resultados, sobre la base de la asociación directa entre los costes incurridos y la obtención de partidas específicas de ingresos. Este proceso, al que se denomina comúnmente correlación entre ingresos y gastos, implica el reconocimiento simultáneo o combinado de unos y otros si surgen directa y conjuntamente de las mismas transacciones u otros sucesos. Por ejemplo, los diversos componentes de gasto que constituyen el coste de las mercancías vendidas se reconocen al mismo tiempo que el ingreso derivado de la venta de los bienes”* [IASB, 1989, párrafo 95]. En aplicación de este principio, el coste de retribución a los empleados, a través de opciones sobre acciones, por los servicios que han prestado en un período determinado constituye un gasto correlacionado con los ingresos obtenidos en dicho período [González Bravo, 2000, p. 21] y, por lo tanto, debe contabilizarse como un gasto dentro de ese período.

Por último, también se ha tenido en cuenta la prudencia, considerada por el Marco Conceptual como uno de los aspectos a tener en cuenta para que la información financiera sea fiable (junto con representación fiel, sustancia sobre la forma y neutralidad). De esta forma, la normativa del IASB tiene en cuenta que existen incertidumbres que rodean muchos acontecimientos y circunstancias a los que los encargados de elaborar los estados financieros deben enfrentarse, de forma que *“tales incertidumbres son reconocidas mediante la presentación de información acerca de su naturaleza y extensión, así como por el ejercicio de prudencia...”*. Sin embargo, debemos matizar que este principio no es equivalente a nuestro “principio de prudencia” y compartimos la opinión de García y Zorio [2002, p. 63] cuando puntualizan que *“el principio de prudencia tiene carácter preponderante en la IV Directiva, con inclusión implícita del principio de realización, pues se dice que tan sólo los beneficios realizados a la fecha de cierre deben ser reconocidos (Art. 31). Por su parte, en la normativa internacional, la prudencia es sólo una de las características cualitativas de la información que sirven para sustentar la característica de fiabilidad, al mismo nivel que la representación fiel, la sustancia sobre la forma, la neutralidad y el carácter completo. Así, en el Marco Conceptual del IASB se interpreta la prudencia como un grado de precaución, para que ni los activos o ingresos estén sobrevalorados, ni los pasivos o gastos, minusvalorados”*.

A pesar de que el principio de prudencia, recogido en el PGC-90, no es equivalente al recogido en la normativa del IASB, se puede afirmar que el tratamiento contable aplicable a los planes de opciones sobre acciones, recogido en la NIIF 2 [2005], no entra en conflicto con el principio de prudencia, si no todo lo contrario, ya que con el reconocimiento del coste derivado de la entrega de opciones sobre acciones a los empleados en la fecha de concesión se cumple con la exigencia de nuestra normativa: “que se recojan los riesgos previsibles y las pérdidas eventuales tan pronto como sean conocidas”.

4.7. EJERCICIO DE LAS OPCIONES

Cuando llegue el período de ejercicio de las opciones, si los beneficiarios proceden a realizar dicho ejercicio, el tratamiento contable dependerá de cómo se realice la cobertura del plan.

Si la cobertura del ejercicio de las opciones se realiza a través de una ampliación de capital, contablemente habrá que recoger la emisión de esas acciones (la parte del nominal irá a la cuenta Capital Social y el resto irá a la cuenta Prima de Emisión), la entrada de dinero como consecuencia del pago del precio de ejercicio por parte de los beneficiarios y la baja de la cuenta de patrimonio neto donde se haya ido recogiendo el gasto reconocido de las opciones sobre acciones (ver *Cuadro 4.27*).

CUADRO 4.27
ASIENTO CONTABLE DE LA AMPLIACIÓN DE CAPITAL PARA DAR
COBERTURA A UN PLAN DE OPCIONES SOBRE ACCIONES

DEBE	HABER
<p>(1XX) Patrimonio Neto (57X) Tesorería</p>	<p>a</p> <p>(1XX) Capital Social (1XX) Prima de Emisión</p>

Por el contrario, si la cobertura de las opciones sobre acciones se realiza con la entrega de acciones propias, contablemente habrá que recoger la baja de las acciones propias, la entrada de dinero como consecuencia del pago del precio de ejercicio por parte de los beneficiarios y la baja de la cuenta de patrimonio neto donde se haya ido recogiendo el gasto reconocido de las opciones sobre acciones. A su vez, se dará de baja la reserva indisponible que se constituyó en el momento de la compra de las acciones propias (ver *Cuadro 4.28*).

CUADRO 4.28

ASIENTO CONTABLE DE LA ENTREGA DE ACCIONES PROPIAS COMO COBERTURA DEL PLAN DE OPCIONES SOBRE ACCIONES

DEBE		HABER
(1XX) Patrimonio Neto (57X) Tesorería	a	(1XX) Acciones propias en situaciones especiales
(1XX) Reservas para acciones propias	a	(1XX) Reservas voluntarias

En base al BPGC [2007] el tratamiento contable seguirá siendo el mismo, sin embargo, hay algunas variaciones con respecto a las cuentas recogidas en el actual PGC-90. Así, la actual cuenta (198) “Acciones propias en situaciones especiales” pasará a ser la cuenta (108) “Acciones o participaciones propias en situaciones especiales”, la cuenta (115) “Reservas para acciones propias” pasará a ser la cuenta (1140) “Reservas para acciones o participaciones de la sociedad dominante” y la cuenta (117) “Reservas voluntarias” pasará a ser la cuenta (113) “Reservas voluntarias”. Por otro lado, si bien el actual plan permite recoger beneficios o pérdidas ocasionadas por las operaciones realizadas con acciones y obligaciones propias, el BPGC [2007] no permite recoger dichos beneficios o pérdidas.

4.8. INFORMACIÓN A RECOGER EN LOS ESTADOS FINANCIEROS

El Marco Conceptual expone que los estados financieros deben “*suministrar información acerca de la situación financiera, actividad y flujos de fondos de una empresa. Se pretende que tal información sea útil a una amplia gama de usuarios al tomar sus decisiones económicas*” [IASB, 1989, párrafo 12]. Más recientemente la NIC 1 “Presentación de estados financieros” [2004, párrafo 7] establece que aquéllos constituyen una representación estructurada de la situación financiera y del rendimiento financiero de la entidad. El objetivo de los estados financieros, con propósito de información general, es suministrar información acerca de la situación financiera, del rendimiento financiero y de los flujos de efectivo de la entidad, que sea útil a una amplia variedad de usuarios a la hora

de tomar sus decisiones económicas. Los estados financieros también muestran los resultados de la gestión realizada por los administradores, con los recursos que se les han confiado. Para cumplir este objetivo, los estados financieros suministrarán información acerca de los siguientes elementos de la entidad:

- (a) activos;
- (b) pasivos;
- (c) patrimonio neto;
- (d) gastos e ingresos, en los que se incluyen las pérdidas y ganancias;
- (e) otros cambios en el patrimonio neto; y
- (f) flujos de efectivo.

Esta información, junto con la contenida en las notas, ayudará a los usuarios a predecir los flujos de efectivo futuros y, en particular, la distribución temporal y el grado de certidumbre de los mismos.

4.8.1. Información a recoger en las notas a los estados financieros.

Con respecto a los planes de opciones sobre acciones, establecidos por una determinada sociedad, se deberá suministrar información en la memoria que permita a los usuarios de los estados financieros comprender cada uno de los siguientes aspectos:

- La naturaleza y el alcance de los acuerdos de pagos basados en acciones que se hayan producido a lo largo del ejercicio.
- Cómo se ha determinado durante el ejercicio el valor razonable de los bienes o servicios recibidos o el valor razonable de los instrumentos de patrimonio concedidos.
- El efecto de las transacciones con pagos basados en acciones sobre el resultado de la entidad durante el ejercicio, así como su posición financiera.

4.8.1.1. Información sobre la naturaleza y alcance de los pagos en acciones.

Con respecto a la información acerca de la naturaleza y el alcance de los acuerdos de pagos basados en acciones, la información mínima que se ha de suministrar es la siguiente:

a) Una descripción de cada tipo de acuerdo de pagos basados en acciones, que haya existido a lo largo del ejercicio³⁴⁰, incluyendo los plazos y condiciones generales de cada acuerdo, tales como los requerimientos para la irrevocabilidad de los derechos, el plazo máximo de las opciones emitidas y el método de liquidación (por ejemplo, en efectivo o en instrumentos de patrimonio).

Podría suministrarse esta información de forma agregada para varios planes de concesión, siempre y cuando se cumpla con el objetivo propuesto de permitir a los usuarios la comprensión de la naturaleza y alcance. En caso contrario, habría que suministrar dicha información de forma individual.

b) El número y media ponderada de los precios de ejercicio de las opciones sobre acciones, para cada uno de los siguientes grupos de opciones:

- Existentes al comienzo del ejercicio.
- Concedidas durante el ejercicio.
- Anuladas durante el ejercicio.
- Ejercitadas durante el ejercicio.
- Que hayan caducado a lo largo del ejercicio.
- Existentes al final del ejercicio.
- Ejercitables al final del ejercicio.

Para las opciones sobre acciones ejercitadas durante el ejercicio, deberá informarse sobre el precio medio ponderado de las acciones en la fecha de ejercicio. Si las opciones hubieran sido ejercitadas de manera regular a lo largo del ejercicio, entonces la entidad podría revelar el precio medio ponderado de la acción durante el ejercicio. Por su parte,

³⁴⁰ La exigencia hace referencia a todos los acuerdos existentes durante el ejercicio, por lo que se incluirán tanto los planes aprobados en el ejercicio como los aprobados en ejercicios anteriores y que aún estén vigentes.

para las opciones existentes al final del ejercicio, deberá informarse sobre el rango de precios de ejercicio y la vida contractual media ponderada restante. Si el rango total de los precios de ejercicio fuera amplio, las opciones existentes se dividirán en rangos que sean significativos para valorar el número de acciones y los momentos en los que las acciones adicionales podrían ser emitidas, así como el efectivo que podría ser recibido como consecuencia del ejercicio de esas opciones.

4.8.1.2. Información sobre la determinación del valor razonable

Respecto a la información sobre cómo se ha determinado el valor razonable, debe informarse sobre los siguientes aspectos:

a) Para las opciones sobre acciones, concedidas durante el ejercicio, el valor razonable medio ponderado de estas opciones en la fecha de valoración, así como información de cómo se ha determinado el valor razonable, incluyendo:

- El modelo de valoración de opciones usado y las variables utilizadas en dicho modelo, incluyendo el precio medio ponderado de la acción, el precio de ejercicio, la volatilidad esperada, la vida de la opción, los dividendos esperados, el tipo de interés libre de riesgo y otras variables del modelo, donde se incluirá el método empleado y las hipótesis hechas para incorporar los posibles efectos del ejercicio anticipado de las opciones.
- Cómo se ha determinado la volatilidad esperada, incluyendo una explicación en la medida en que la volatilidad se basa en la volatilidad histórica.
- Cómo se han incorporado, en su caso, otras características de la opción concedida en la determinación del valor razonable, tales como algunas condiciones referidas al mercado.

b) Para las concesiones de instrumentos modificados a lo largo del ejercicio, deberá recogerse:

- Una explicación de esas modificaciones.

- El valor razonable incremental concedido (como resultado de esas modificaciones).
- Información sobre cómo se determinó el valor razonable incremental concedido.

4.8.1.3. Información acerca del efecto sobre los resultados

Por último, y respecto a la información relativa al efecto sobre los resultados que tiene la concesión de este tipo de instrumentos, deberá informarse sobre:

a) El gasto total reconocido durante el ejercicio precedente de transacciones con pagos basados en acciones en las que los bienes o servicios recibidos no cumplían las condiciones para su reconocimiento como activos y, por tanto, fueron reconocidos inmediatamente como un gasto, incluyendo información por separado de la porción del total de los gastos procedentes de transacciones que se han contabilizado como transacciones con pagos basados en acciones que se liquidan en instrumentos de patrimonio.

b) Para los pasivos procedentes de transacciones con pagos basados en acciones:

- El importe total en libros al final del ejercicio.
- El valor intrínseco total de los pasivos al final del ejercicio, para los que los derechos de la otra parte a recibir efectivo u otros activos se han generado al final del ejercicio (por ejemplo, derechos consolidados sobre la revalorización de acciones).

4.8.1.4. Información sobre partes vinculadas

La NIC 24 “Información a revelar sobre partes vinculadas”, aprobada por el IASB en diciembre de 2003, fue revisada y publicada por la Unión Europea a través del Reglamento 2238/2004 y cuya entrada en vigor empezó el 1 de enero de 2005. Esta norma tiene como objetivo fundamental *“facilitar información relevante en los estados financieros que ponga de manifiesto la posibilidad de que el resultado y la posición*

financiera de la entidad se hayan visto afectados por la existencia de partes vinculadas y transacciones y saldos relacionados, sin pronunciarse sobre la bondad de los mismos” [García y Manso, 2004, p. 39]. En la misma línea, Rojo y Ramírez [2005, p. 37] recogen que el objetivo es presentar información “*adecuadamente para ofrecer al usuario una idea lo más acertada posible de la realidad que subyace en el grupo o en la transacción, de manera que se proporcione información útil acorde con el objetivo de los estados financieros*”. Por su parte, el Libro Blanco [ICAC, 2002, p. 141] recoge que toda transacción entre partes vinculadas puede afectar a la posición financiera y los resultados de las empresas implicadas, de ahí la importancia de su inclusión en las cuentas anuales, por lo que se propone su inclusión con respecto tanto a las cuentas individuales como a las consolidadas.

La citada norma exige desglosar información sobre las transacciones realizadas con partes vinculadas y los saldos pendientes con ellas. Así, con respecto al tema de las remuneraciones, se exige recoger en los estados financieros determinada información sobre las remuneraciones recibidas por el personal clave de la dirección, entendiendo por dicho personal a aquellas personas “*que tienen autoridad y responsabilidad para planificar, dirigir o controlar las actividades de la entidad, ya sea directa o indirectamente, incluyendo cualquier miembro (sea o no ejecutivo) del consejo de administración u órgano de gobierno equivalente de la entidad*” [NIC 24, 2004, párrafo 9].

El concepto de remuneraciones recogido en la NIC 24 [2004, párrafo 9] hace referencia a todas las retribuciones a los empleados (tal como se definen en la NIC 19 “Retribuciones a los empleados”) incluyendo las retribuciones a los empleados a las que sea aplicable la NIIF 2 “Pagos basados en acciones”, y comprende todos los tipos de compensaciones pagadas, por pagar o suministradas por la entidad, o en nombre de la misma, a cambio de servicios prestados a la entidad. También se incluyen aquellas retribuciones pagadas en nombre de la dominante de la entidad, respecto de los servicios descritos.

La información suministrada debe hacer referencia al total de remuneraciones entregadas y para cada una de las siguientes categorías:

- a) Retribuciones a corto plazo a los empleados en activo. Dentro de estas retribuciones a corto plazo deben incluirse los importes correspondientes a

sueldos, salarios y contribuciones a la seguridad social, permisos remunerados por enfermedad u otros motivos, participación en ganancias e incentivos (si se pagan dentro de los doce meses siguientes al cierre del ejercicio), y retribuciones no monetarias (tales como los de asistencia médica, disfrute de casas, coches y la disposición de bienes y servicios subvencionados o gratuitos).

- b) Prestaciones post-empleo, tales como pensiones, otras prestaciones por retiro, seguros de vida post-empleo y atención médica post-empleo.
- c) Otras prestaciones a largo plazo, entre las que se incluyen los permisos remunerados después de largos periodos de servicios (permisos sabáticos), las prestaciones especiales después de un largo tiempo de servicio, las prestaciones por incapacidad y, si son pagaderas en un plazo de doce meses o más después del cierre del ejercicio, la participación en ganancias, incentivos y otro tipo de compensación salarial diferida.
- d) Indemnizaciones por cese de contrato.
- e) Pagos basados en acciones.

Existe la posibilidad de que las partidas de naturaleza similar puedan presentarse agregadas, a no ser que su desagregación sea necesaria para comprender los efectos de las operaciones de partes vinculadas en los estados financieros de la entidad [NIC 24, 2004, párrafo 22].

Si comparamos la exigencia de esta información en la normativa internacional con la recogida en el PGC-90, en éste se establece que dentro del apartado 18 “*Otra información*” de la Memoria se recoja, entre otros, el “*importe de los sueldos, dietas y remuneraciones de cualquier clase devengados en el ejercicio por los miembros del órgano de administración, cualquiera que sea su causa. Esta información se dará de forma global por conceptos retributivos*”. Sin embargo, hay que destacar que en dicho apartado tan sólo se exige la citada información referida a los miembros del órgano de administración, mientras que la NIC 24 exige también la citada información referida a los directivos.

Igual podríamos comentar sobre la información exigida por parte de las Normas para la Formulación de las Cuentas Anuales Consolidadas (RD 1815/1991), donde en el

apartado 23 “Otra información” de la Memoria Consolidada debe recogerse información sobre “los sueldos, dietas y remuneraciones de cualquier clase devengados en el ejercicio por los miembros del órgano de administración de la sociedad dominante, cualquiera que sea su causa y la sociedad del grupo, multigrupo o asociada obligada a satisfacerlo”.

Dentro del BPGC [2007] se ha recogido dentro del apartado 6 del punto 23 “Operaciones con partes vinculadas” la exigencia de recoger información sobre los sueldos, dietas y remuneraciones de cualquier tipo devengados durante el ejercicio tanto por el personal de alta dirección como por los miembros del órgano de administración así como las obligaciones contraídas en materia de pensiones y de pago de primas de seguros de vida respecto de los miembros antiguos y actuales del órgano de administración y personal de alta dirección. Asimismo, se incluirá información sobre las indemnizaciones por cese y pagos basados en instrumentos de patrimonio. En cualquier caso, estas informaciones se pueden dar de forma global por concepto retributivo, recogiendo separadamente los correspondientes al personal de alta dirección de los relativos a los miembros del órgano de administración.

También deberá informarse sobre el importe de los anticipos y créditos concedidos al personal de alta dirección y a los miembros de los órganos de administración, con indicación del tipo de interés, sus características esenciales y los importes eventualmente devueltos, así como las obligaciones asumidas por cuenta de ellos a título de garantía. Estas informaciones también se podrán dar de forma global por cada categoría, recogiendo separadamente los correspondientes al personal de alta dirección de los relativos a los miembros del órgano de administración.

4.8.2. Información a incluir en el Estado de Cambios en el Patrimonio Neto

Hasta ahora en la normativa española no existía la necesidad de contar con un estado de cambios en el patrimonio neto, ya que los limitados cargos y abonos que pueden realizarse en las cuentas de fondos propios (sólo pueden aumentar como consecuencia de la obtención de ganancias netas o de aportaciones de los accionistas y puede disminuir como resultado de pérdidas, distribuciones de dividendos o devolución de aportaciones a

los accionistas), quedan perfectamente cubiertos con la información que debe suministrarse dentro de la memoria³⁴¹ [Gonzalo y Tua, 2003, p. 29].

Sin embargo, y siguiendo las NIC/NIIF, se abre un amplio abanico de situaciones en las que se pueden llevar los ingresos, gastos, pérdidas y ganancias, que se consideren no realizadas, contra las cuentas de patrimonio neto. Con estas nuevas normas sí surge la necesidad de contar con un documento separado donde pueda reflejarse toda esta información, si bien, como ya se ha comentado, algunos organismos están trabajando o ya han establecido que dicha información se recoja junto con el resto de información de resultados, en un estado que podría llamarse pérdidas y ganancias totales.

El Libro Blanco de la reforma contable también se ha sumado al movimiento a favor de la necesidad de la elaboración del citado estado esgrimiendo los siguientes motivos [ICAC, 2002, p. 237]:

- Conocer los movimientos del neto patrimonial, teniendo en cuenta especialmente que en tales normas internacionales se contemplan muchos más movimientos en los fondos propios que los previstos en nuestro ordenamiento.
- Contar con un instrumento de análisis que delimite el resultado total, de naturaleza informativa, del resultado repartible, sustentado en transacciones efectivas de valor que configuren un auténtico excedente cuyo reparto no compromete la supervivencia de la entidad.

La Subcomisión de Encuestas, creada en el seno de la Comisión encargada de elaborar el Libro Blanco, entre otras cuestiones, preguntó sobre la conveniencia de implantar este nuevo estado contable con el objetivo de ofrecer información que permita la distinción entre el resultado total y el resultado repartible, obteniendo como resultados el 80,71% a favor y, el 7,14%, en contra [ICAC, 2002, p. 585].

Por su parte, la propia NIC 1 [2004, párrafo 99] establece que, puesto que es importante tener en cuenta todos los ingresos y gastos, al evaluar los cambios habidos en la posición financiera de la entidad entre dos balances consecutivos, la norma requiere la

³⁴¹ Dentro de la Memoria Normal de las cuentas individuales, debe recogerse en el apartado 10 *Fondos propios*, un análisis del movimiento durante el ejercicio de cada partida del balance incluida en esta agrupación, indicándose los orígenes de los aumentos y las causas de las disminuciones, así como los saldos iniciales y finales. En el caso de la Memoria Abreviada, información similar se recogerá en el apartado 6 *Capital Social*. Por su parte, dentro de la Memoria Consolidada, debe recogerse similar información en el apartado 14 *Fondos propios*.

presentación de un estado de cambios en el patrimonio neto, donde se pongan de manifiesto los gastos e ingresos totales, incluyendo en ellos los importes que se hayan reconocido directamente en las cuentas de patrimonio neto. Este estado no es comparable con la información hasta ahora exigida por la normativa española “*por la mayor entidad que supone la existencia de un estado independiente y por la distinta concepción en que se apoya*” [Mateos *et al.*, 2006, p. 24].

El citado estado de cambios en el patrimonio neto debe recoger, al menos, información sobre los siguientes aspectos [NIC 1, 2004, párrafo 96]:

- a) La ganancia o pérdida del ejercicio.
- b) Cada partida de gasto o ingreso del ejercicio que, de acuerdo con lo establecido por las NIC/NIIF o alguna interpretación, se haya reconocido directamente en el patrimonio neto, así como el total de estas partidas.
- c) El ingreso y el gasto total del ejercicio (como la suma de a) y b)), mostrando por separado los importes totales atribuibles a los accionistas de la dominante y a los intereses minoritarios.
- d) Para cada componente del patrimonio neto, el efecto de los cambios en políticas contables y la corrección de errores reconocidos de acuerdo con la NIC 8 “Políticas contables, cambios en estimaciones contables y errores”.

Además, ya sea en este estado o ya sea en las notas complementarias, debe revelarse información sobre los siguientes aspectos:

- Los importes de las transacciones con los accionistas, cuando actúen en calidad de tales, mostrando por separado las distribuciones a los mismos.
- El saldo de reservas por ganancias acumuladas al inicio del ejercicio y en la fecha del balance y los movimientos habidos durante el período; y
- Una conciliación entre el importe en libros al inicio y al cierre del ejercicio de cada clase de capital y cada reserva, desglosando por separado cada movimiento.

La normativa internacional, como ocurre con el resto de documentos que conforman los estados financieros, no proporciona un formato para el estado de cambios en

el patrimonio neto, permitiendo utilizar dos formatos distintos: el formato columnar, donde se recogerá toda la información anterior (modelo completo) y otro alternativo donde se recogerá sólo la información mínima requerida, recogiendo el resto en las notas complementarias (modelo reducido). El Libro Blanco aboga por la utilización del modelo reducido [ICAC, 2002, p. 386]. El Borrador del PGC aprobado en julio de 2007 ha recogido un modelo que, conteniendo toda la información del modelo completo de la normativa internacional, se estructura en dos partes:

1) Estado de ingresos y gastos reconocidos: recogerá los cambios en el patrimonio neto derivados de:

- a) El resultado del ejercicio de la cuenta de pérdidas y ganancias.
- b) Los ingresos y gastos que, según lo requerido por las normas de registro y valoración, deban imputarse directamente al patrimonio neto de la empresa.
- c) Las transferencias realizadas a la cuenta de pérdidas y ganancias según lo dispuesto por este Plan General de Contabilidad.

2) Estado total de cambios en el patrimonio neto: informa de todos los cambios habidos en el patrimonio neto derivados de:

- a) El saldo total de los ingresos y gastos reconocidos.
- b) Las variaciones originadas en el patrimonio neto por operaciones con los socios o propietarios de las empresas cuando actúen como tales.
- c) Las restantes variaciones que se produzcan en el patrimonio neto.
- d) También se informará de los ajustes al patrimonio neto debidos a cambios en criterios contables y correcciones de errores.

Los cambios habidos en el patrimonio neto de una entidad entre dos balances reflejan el incremento y disminución en sus activos netos durante el ejercicio. Excepto por los cambios que sean consecuencia de transacciones con los accionistas por su condición de tales y los costes de transacción directamente relacionados con esas transacciones, el cambio global habido en el patrimonio neto representa el importe total de los ingresos y los gastos, incluidas las ganancias y las pérdidas, generados por las actividades de la entidad

durante el ejercicio y de cuya información puede deducirse “*las causas de crecimiento y decrecimiento experimentado en la riqueza de los socios de la entidad y la justificación de las políticas de distribución de beneficios así como posibles ampliaciones de capital*” [Pérez y Serrano, 2004].

La NIC 1 exige que todas las partidas de gastos e ingresos, que se reconozcan durante el ejercicio, se incluyan en las ganancias o pérdidas, a menos que otra NIC/NIIIF o una interpretación exijan otro tratamiento. Algunas NIC/NIIIF exigen que ciertas ganancias o pérdidas (por ejemplo, las plusvalías o pérdidas por revalorización y ciertas diferencias de cambio) se reconozcan directamente como cambios en el patrimonio neto, siendo éste el caso de la entrega de opciones sobre acciones a los trabajadores.

En estas situaciones, la NIIF 2 obliga a reconocer, durante el periodo en que los servicios son recibidos, un gasto a la vez que se reconoce un incremento en el patrimonio neto (siempre que la liquidación se vaya a realizar en acciones), por lo que deberá aparecer recogido en el Estado de cambios en el patrimonio neto. Posteriormente, cuando se produzca el ejercicio de las opciones, si la cobertura se realiza mediante la puesta en circulación de acciones en autocartera, deberá recogerse en el Estado de cambios en el patrimonio neto al afectar al mismo o bien si la cobertura se realiza con una ampliación de capital, también deberá aparecer recogido en el Estado de cambios en el patrimonio neto, reconociéndose la correspondiente variación en las cuentas de capital social y de prima de emisión.

4.8.3. Los planes de opciones sobre acciones y el cálculo de las ganancias por acción

Las normas del IASB obligan a incluir el ratio de beneficios o ganancias por acción (*earnings per share* o, de forma abreviada, EPS) en los estados financieros de las empresas que cotizan y propone que las no cotizadas lo ofrezcan de manera voluntaria. Este ratio viene regulado por la NIC 33 *Ganancias por acción*, aprobada por el IASB en diciembre de 2003³⁴². Por su parte, la Unión Europea adoptó dicha norma en 2004³⁴³, siendo de

³⁴² La versión anterior de esta norma fue aprobada por el IASC en 1997 siendo posteriormente revisada en 1999.

aplicación a partir del 1 de enero de 2005. En nuestra normativa contable no existe ninguna referencia a este ratio, por lo que no puede compararse dicha norma.

El beneficio por acción tiene como objetivo proporcionar una medida de la participación de cada acción ordinaria³⁴⁴ de la entidad en el resultado que ésta ha tenido en el ejercicio del que se informa, intentando, con esta medida, “*mejorar la comparabilidad de los rendimientos entre diferentes entidades en el mismo periodo, así como entre diferentes periodos para la misma entidad*” [NIC 33, 2004, párrafo 1].

Existen dos versiones de este ratio, básico y diluido. En el primero sólo se tienen en cuenta las acciones ordinarias y privilegiadas, y derechos preferentes de suscripción para las mismas. En el segundo se considerará, además, la posibilidad de que se emitan nuevas acciones ordinarias para cancelar compromisos previos de la compañía, lo que se considera como acciones potenciales [Villacorta, 2006, p. 73]. Así, dependiendo del ratio que se preceda a calcular, los planes de opciones sobre acciones influirán de una forma u otra.

4.8.3.1. Beneficio básico por acción

Las ganancias por acción básicas se calculan dividiendo el resultado atribuible a los accionistas ordinarios y el número promedio ponderado de acciones ordinarias en circulación durante el periodo.

El resultado atribuible a los accionistas ordinarios incluye el resultado del período, una vez deducidos todos los gastos, incluidos impuestos, partidas extraordinarias, intereses de socios externos, así como dividendos de acciones preferentes³⁴⁵. Por su parte, el número

³⁴³ Reglamento (CE) n° 2238/2004, de la Comisión, de 29 de diciembre de 2004, que modifica el Reglamento (CE) n° 1606/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la NIIF 1, a las NIC 1 a 10, 12 a 17, 19 a 24, 27 a 38, 40 y 41 y a las SIC 1 a 7, 11 a 14, 18 a 27, 30 a 33.

³⁴⁴ En el caso de existencia de diferentes tipos de acciones (por ejemplo, acciones ordinarias y privilegiadas), deberá calcularse un ratio diferente para cada clase de acciones siempre que tengan diferentes privilegios en el reparto del resultado.

³⁴⁵ El importe después de impuestos de los dividendos preferentes a deducir de la ganancia o pérdida será la suma de (después de impuestos):

- a) Los dividendos preferentes acordados en el ejercicio que corresponden a las acciones preferentes que no tengan derecho a percibir dividendos preferentes acumulativos.

promedio ponderado de acciones ordinarias en circulación se corresponderá con el número de acciones ordinarias en circulación al inicio del ejercicio, ajustado por el número de acciones ordinarias retiradas o emitidas durante el ejercicio, debidamente ponderado por el número de días que hayan estado en circulación en proporción al número de días totales del ejercicio.

Si durante el ejercicio en el que se calcula el ratio, se han ejercido determinadas opciones sobre acciones entregadas a empleados y/o administradores, éstos habrán de tenerse en cuenta para el cálculo de las ganancias por acción debidamente ponderado en función del número de días que las acciones han estado en circulación.

En cuanto a las opciones sobre acciones no ejercidas, pero sí entregadas a sus beneficiarios, no deberán tenerse en cuenta para calcular el beneficio por acción. Sin embargo, sí se considerarán para el cálculo del beneficio diluido por acción, si bien habrán de tenerse en cuenta ciertas condiciones.

4.8.3.2. Beneficio diluido por acción

El beneficio diluido por acción tiene el mismo objetivo que el beneficio por acción, sin embargo, en este caso, además, se tendrá en cuenta el efecto dilución, es decir, cuál hubiera sido el beneficio por acción si se hubiesen puesto en circulación todas las acciones ordinarias potenciales. Pueden considerarse como acciones ordinarias potenciales [NIC 33, 2004, párrafo 7]:

- a) Los instrumentos de pasivo o de patrimonio neto, incluyendo acciones preferentes, que sean convertibles en acciones ordinarias, tales como las obligaciones convertibles en acciones;
- b) Las opciones y certificados de opciones para suscribir títulos (*warrants*);
- c) Las acciones a emitir en caso de que se cumplan las condiciones de los acuerdos contractuales, tales como la compra de un negocio o de otros activos.

b) Los dividendos preferentes acumulativos correspondientes a las acciones que tienen derecho a recibirlos en el ejercicio (independientemente de que se haya acordado o no su reparto).

Para calcular el beneficio por acción diluido, considerando el efecto dilución, deberá ajustarse tanto la cifra del resultado neto del ejercicio como el promedio ponderado de acciones ordinarias.

Para calcular el resultado neto diluido hay que tener en cuenta el efecto que tendría sobre las ganancias o pérdidas la conversión de las acciones ordinarias potenciales, por lo que habrá que ajustar el resultado neto del ejercicio por el efecto, neto de impuestos, de las siguientes partidas:

- Cualquier dividendo, interés u otra partida registrada, neto del efecto impositivo, que corresponda a instrumentos que puedan ser convertidos en acciones ordinarias.
- Cualquier otro cambio en ingresos o gastos que se realizaría si se convirtieran las acciones ordinarias potenciales que sean dilusivas.

Para incluir los planes de opciones sobre acciones en el cálculo del beneficio diluido por acción debe tenerse en cuenta si el plazo establecido en el plan es fijo o determinable o se encuentra basado en requisitos de rendimiento o productividad, ya que en cada uno de estos casos el tratamiento será diferente.

En el primer caso, cuando el plazo es fijo o determinable, el plan de opciones sobre acciones se incluirá dentro de las acciones ordinarias potenciales si el valor intrínseco es positivo (precio medio de mercado es superior al precio de ejercicio). Para el cálculo del promedio ponderado de las acciones potenciales se partirá del importe total que resultaría del ejercicio de las opciones a su precio de ejercicio previsto inicialmente y el número de acciones ordinarias que correspondería emitir si las opciones se ejercieran al precio medio de mercado durante el ejercicio. La diferencia entre ambos importes se considerará como una emisión de acciones a título gratuito, que debe tenerse en cuenta para calcular el beneficio diluido por acción, debidamente ponderado en función del período que potencialmente habría estado en circulación³⁴⁶.

³⁴⁶ La sociedad "A" al inicio del ejercicio tenía 2.456.000 acciones ordinarias en circulación. Además, el 1 de marzo se entregaron 1.859.000 opciones de compra de acciones a sus empleados. El precio de ejercicio de dichas opciones es de 20 € y el precio medio de mercado de las acciones durante el período fue de 32 € (consideramos que el año tiene 360 días para simplificar).

Nº promedio ponderado de acciones ordinarias = $2.456.000 \times 360/360 = 2.456.000$

Nº promedio ponderado de acciones ordinarias potenciales = $(1.859.000 - [(1.859.000 \times 20)/32]) \times 300/360 =$

CUADRO 4.29
CÁLCULO DE LOS BENEFICIOS POR ACCIÓN

RATIOS	NUMERADOR	DENOMINADOR
BENEFICIO BÁSICO POR ACCIÓN	Resultado Neto del ejercicio	Promedio ponderado de las acciones ordinarias en circulación durante el ejercicio
BENEFICIO DILUIDO POR ACCIÓN	Resultado Neto diluido del ejercicio	Promedio ponderado de acciones ordinarias y acciones ordinarias dilusivas en circulación durante el ejercicio

Fuente: Elaboración propia

En el segundo caso, cuando el ejercicio de las opciones sobre acciones están basadas en el cumplimiento de ciertos requisitos de rendimiento o productividad, se tratarán como acciones de emisión condicionada, teniendo en cuenta que estas acciones se consideran en circulación y se incluyen en el cálculo de las ganancias diluidas por acción si se satisfacen las condiciones, incluyéndose, en estos casos, desde el inicio del ejercicio (o desde la fecha del acuerdo de emisión, si fuera posterior). Dependiendo de cuál sea la condición, así será el cálculo:

- Si la condición es alcanzar un importe de beneficios en el período y mantenerlo durante algún período de tiempo adicional: si dicho importe se ha alcanzado al término del periodo sobre el que se informa, las acciones condicionadas se considerarán para el cálculo de las ganancias diluidas por acción. El cálculo se basará en el número de acciones ordinarias que se habrían emitido si el importe de las ganancias al final del ejercicio de presentación de información fuese el importe de las ganancias al final del período considerado para el cumplimiento de las condiciones.
- Si la condición es cumplir un determinado precio futuro de mercado de las acciones ordinarias: el cálculo estará basado en el número de acciones ordinarias que serían emitidas, si el precio de mercado, al final del período

580.037

Nº promedio de acciones ordinarias ajustado = 2.456.000 + 580.037 = 3.036.037

sobre el que se informa, fuese el precio de mercado al final del plazo previsto para el cumplimiento de las condiciones.

- Si la condición consiste en alcanzar una media de precio de mercado a lo largo de un período de tiempo que se extiende más allá del final del período sobre el que se informa: el cálculo se basará en el número de acciones ordinarias que serían emitidas si el precio de mercado fuese el precio medio del período transcurrido³⁴⁷.
- Si la condición exigida consiste en alcanzar simultáneamente ganancias futuras y precios futuros de las acciones: las acciones ordinarias de emisión condicionada no se incluirán en el cálculo del beneficio diluido por acción a menos que se cumplan ambas condiciones.
- Otras condiciones distintas de las ganancias o precios: en estos casos, suponiendo que la situación actual de la condición se mantendrá hasta el final del plazo previsto, para el cumplimiento de las condiciones, las acciones ordinarias de emisión condicionada se incluirán en el cálculo de las ganancias por acción diluidas de acuerdo con la situación existente al final del período sobre el que se informa.

Las notas a los estados financieros deben tener en cuenta e incluir los siguientes aspectos [NIC 33, 2004, párrafo 70]:

- Los numeradores de las ganancias por acción, tanto básicas como diluidas, conciliados con el beneficio o pérdida atribuible a la matriz.
- La media ponderada del número de acciones utilizadas como denominador en el cálculo de las ganancias básicas y diluidas por acción, conciliando el uno con el otro.
- Las conciliaciones anteriores deben incluir el efecto individual de cada clase de instrumentos que afecten a las ganancias por acción.

³⁴⁷ Estas acciones no se tendrán en cuenta, sin embargo, para el cálculo del beneficio básico por acción ya que el precio de mercado puede cambiar en períodos futuros.

- La existencia de instrumentos potencialmente dilusivos en el futuro, que no han sido incluidos en el cálculo de la ganancia diluida por acción porque no tenían un efecto dilusivo en los períodos incluidos en los estados financieros.
- Una descripción de las transacciones con acciones ordinarias o acciones ordinarias potenciales ocurridas después de la fecha de balance y que hubiera afectado al cálculo de las ganancias por acción.

TEMA 5

LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES EN EL MERCADO COTIZADO ESPAÑOL. IMPACTO DE LA NIIF 2 EN LAS CUENTAS ANUALES DE 2005

5.1. OBJETIVO Y METODOLOGÍA

El estudio a desarrollar en este tema tiene por objeto, en principio, analizar las características de los planes de opciones sobre acciones implantados en el ámbito empresarial español y atribuidos a la alta dirección. Estas características ya han sido expuestas a nivel teórico en los temas previos, si bien, en muchos casos, se ha tenido que recurrir a situaciones reales para desarrollar los planteamientos teóricos, debido a la falta de estudios realizados en nuestro país sobre este aspecto tan novedoso³⁴⁸. Posteriormente, se analiza el impacto del uso de la nueva norma NIIF 2 en la presentación de las cuentas anuales del ejercicio 2005, dada la incipiente contabilización de los planes de opciones sobre acciones.

La dificultad en la obtención de los datos concernientes a los planes de opciones sobre acciones de cualquier empresa ha obligado a limitar este estudio sólo a las empresas que operan en el mercado bursátil español. Además, y a pesar de que, en los últimos tiempos, las nuevas tecnologías (fundamentalmente, Internet) vienen paliando estas dificultades, el hecho de elegir tan sólo las empresas que cotizan en bolsa está basado en otros dos motivos.

³⁴⁸ La doctrina española que ha estudiado los planes de opciones sobre acciones se han centrado en los aspectos laborales, fiscales, mercantiles, civiles, etc., sin que se haya dedicado especial atención al funcionamiento y la tipología de estos sistemas retributivos.

En primer lugar, entendemos que las empresas cotizadas son más propicias a utilizar estos sistemas retributivos por contar con un mercado líquido de referencia, en el que se pueden comprar y vender las acciones. Con esto no se pretende afirmar que no haya empresas no cotizadas que no utilicen o no puedan utilizar estos sistemas retributivos [Fernández del Pozo, 1999, p. 1450; Vázquez Lepinette, 2000, p. 5; Córdoba, 2001, p. 181] pero sí se presenta mucho más complejo de instaurar y de analizar al no disponer de un valor de mercado de referencia con respecto al que establecer el precio de ejercicio de las opciones y que llegado el momento permita saber de forma rápida si es conveniente el ejercicio de las opciones o no.

En segundo lugar, y partiendo de esa muestra obtenida de planes de opciones sobre acciones de empresas cotizadas, se analiza el impacto en los resultados representados en las cuentas anuales, derivado de la aplicación de la NIIF 2. Esta norma es obligatoria, hasta el momento, sólo para la elaboración de las cuentas consolidadas de las sociedades que cotizan en bolsa.

En cuanto al ámbito temporal elegido, se ha fijado, como primer año de estudio, 1999. En este año se aprobó la Ley 55/1999³⁴⁹ que empezaría a obligar a las empresas cotizadas a comunicar a la CNMV el establecimiento de estos sistemas retributivos. La citada legislación, a pesar de que entraría en vigor en el año 2000, introdujo³⁵⁰ la obligación de que las empresas que contasen con algún sistema retributivo, basado en la entrega de opciones sobre acciones, de acciones o referenciado al incremento de valor de cotización, tendrían que elaborar un folleto informativo donde constasen las características de dichos sistemas establecidos con anterioridad.

En relación con el estudio del impacto que ha tenido la primera aplicación de la NIIF 2 “Pagos basados en acciones” [2005] en la elaboración y representación de las cuentas consolidadas del año 2005, éste abarca el análisis del efecto que dicha contabilización ha tenido en los resultados de la cuenta de pérdidas y ganancias, en el cálculo de los beneficios por acción y en otros ratios relevantes a la hora de la interpretación de los estados financieros, así como el impacto en la Memoria, al tener que revelar cierta información que antes no se recogía.

³⁴⁹ Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y de Orden Social.

Hay que puntualizar que en la muestra tan sólo se han recogido los planes de opciones sobre acciones propiamente dichos, al ser el objetivo básico de nuestro trabajo, obviando, por tanto, otros sistemas retributivos similares, a pesar de la opinión de cierta parte de la doctrina que considera que *“en realidad, es suficiente para que el plan se califique como plan de stock options o, más en general, de incentivos en opciones (ISOs) la existencia de derechos de opción a percibir la retribución pactada: bien acciones a un precio fijado (SOs propiamente dichas), bien diferencias en efectivo sobre el incremento del cambio de acciones de la propia compañía (SARs), bien incluso acciones en medida representativa de la diferencia de cambio precitada (SARs con liquidación in natura)”* [Ibáñez Jiménez, 2000, p. 86]. Ésta también parece ser la opinión de Melle Hernández [2005] que en su estudio, donde analiza las reacciones del mercado de capitales español ante la adopción de planes de opciones sobre acciones para directivos y consejeros, entre el 1 de septiembre de 1998 y el 31 de julio de 2003, se ha constatado que en su muestra aparecen tanto planes de opciones sobre acciones propiamente dichas como otras figuras similares tales como los bonos diferenciales, figuras que a nuestro juicio no deberían englobarse junto con los planes de opciones sobre acciones, por ser su liquidación, en principio, en metálico y no en acciones, y cuya inclusión nos obligaría a reestructurar el contenido de este trabajo.

5.2. MUESTRA Y BASE DE DATOS

A fin de acometer el trabajo empírico, la muestra utilizada está constituida por todas las empresas cotizadas en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) o mercado continuo que, durante el período que abarca desde el 1 de enero de 1999 hasta el 31 de diciembre de 2005, han informado a la CNMV sobre la adopción de sistemas de retribución basados en opciones sobre acciones para sus directivos. El Real Decreto 1370/2000, de 19 de julio, modificó el Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones de las propias acciones, al añadirle un nuevo Capítulo III, por el que se obliga a las

³⁵⁰ Disposición Adicional Decimosexta de la Ley del Mercado de Valores introducida por la citada Ley 55/1999.

empresas cotizadas a comunicar a la CNMV los hechos relevantes en materia de opciones sobre acciones y de sistemas retributivos a los administradores y directivos³⁵¹. Por ello, la fuente de información empleada, para conocer los planes de opciones sobre acciones puestos en marcha, ha sido el registro oficial de hechos relevantes sobre sistemas retributivos de la CNMV. Dicho registro es público y se encuentra disponible la información de las empresas a través de su página web, <http://www.cnmv.es>.

Dichas comunicaciones sobre hechos relevantes, en muchos de los casos, sólo han sido útiles para identificar la empresa concedente y la fecha de vigencia del sistema retributivo, sin que dichos documentos recojan todas las características de los planes, tales como el número de opciones concedidas, el período de ejercicio, de carencia, el número de beneficiarios, etc., teniendo que recurrir, para completar dicha información, a otros registros que la CNMV mantiene, referentes a la información financiera de las empresas cotizadas, la de folletos informativos, OPAS, etc.

Para la consulta de los valores de cotización de las acciones de diferentes empresas y poder comprobar si las opciones se conceden “at the money”, “in the money” o “out the money”, siempre que se suministre información sobre el criterio utilizado para fijar el precio de ejercicio, se ha utilizado como fuente el portal web <http://www.economista.es>, donde puede disponerse de información histórica sobre los valores bursátiles de las acciones de las empresas que cotizan actualmente en alguna bolsa de valores española.

Durante el período objeto de estudio, que abarca desde el 1 de enero de 1999 hasta el 31 de diciembre de 2005, se han identificado 81 planes de opciones sobre acciones para directivos y/o administradores. Debemos puntualizar que algunos de estos planes se han diseñado para ser ejecutados en varias fechas, identificadas con entregas diferentes, pero que hemos considerado como un único plan, al tener iguales o similares características y por estar previamente aprobados.

De la muestra inicial, se han eliminado dos planes³⁵² por no disponerse de datos suficientes y tratarse de planes que no tienen una importancia significativa, ascendiendo así la muestra final a 79 planes, cuyas características se detallan en el Anexo IV.

³⁵¹ Ver epígrafe 2.7.2. *Requisitos exigidos por la legislación bursátil*.

³⁵² Son los planes de DOGI INTERNATIONAL FABRICS, S.A., aprobado por la Junta General de Accionistas el 22 de Junio de 2000 y de TUBACEX, S.A. aprobado el 18 de mayo de 2000.

Los datos recabados para cada uno de los planes de opciones sobre acciones son los siguientes:

- Fecha del acuerdo: fecha en la que se aprueba el establecimiento del plan de opciones sobre acciones en el seno de la empresa, considerando indistintamente la fecha de aprobación por la Junta General de Accionistas o la aprobación por el Consejo de Administración, ya que en la mayoría de los casos no se dispone de ambas fechas. Si bien este hecho no permite disponer de una información homogénea, sí nos da una idea del año en que pusieron en marcha cada uno de los planes.
- Porcentaje máximo de acciones sobre el capital social: a fin de facilitar la comparación de los planes, se ha tomado, como dato, el porcentaje que suponen las opciones sobre acciones respecto al número total de acciones que componen el capital social de las empresas.
- Período de carencia: se corresponde con el período durante el cual el beneficiario no puede ejercitar las opciones. En muchos casos, las empresas no incluyen dicha información entre las características de los planes, por lo que se ha tenido que estimar. Dicha estimación se ha basado en el tiempo que transcurre desde la fecha de entrega de las opciones hasta el inicio del período de ejercicio. En aquellos casos en los que no se dispone de la fecha exacta de entrega de las opciones (en la mayoría de los casos) se ha tomado como referencia la fecha de aprobación del plan.
- Fecha de ejercicio: período durante el cual los beneficiarios pueden ejercitar las opciones.
- Liquidación: forma prevista inicialmente para la liquidación del plan de opciones sobre acciones cuando se ejerzan las opciones.
- Precio de ejercicio. Para poder comparar los diferentes planes entre sí, se ha recogido el criterio usado para fijar el precio de ejercicio, con la finalidad de determinar si las opciones en el momento de su entrega estaban “in the money” (precio de ejercicio de las opciones inferior al valor de cotización de las

acciones), “at the money” (precio de ejercicio similar al valor de cotización) o “out the money” (precio de ejercicio superior al valor de cotización).

- Beneficiarios iniciales: es el dato menos proporcionado por las empresas en sus comunicaciones y demás documentos consultados, por lo que, en principio, se ha contemplado, para cada caso, la información disponible en cuanto al número de beneficiarios y los tipos de empleados a los que va dirigido el plan. Especialmente se ha prestado atención a recabar información sobre si se incluían como beneficiarios a consejeros, a directivos y/o resto de empleados diferentes a los anteriores.
- Cobertura: también es un dato que las empresas no comunican habitualmente cuando describen sus planes. Se ha prestado especial atención a la fórmula elegida por las empresas para dar cobertura a sus planes, bien a través de la ampliación de capital o bien a través de acciones propias.

Para llevar a cabo el análisis del impacto de la contabilización de los planes de opciones sobre acciones como gasto, tal como propugna la nueva normativa europea, la muestra disponible se reduce significativamente. Esto se debe a que la NIIF 2 [2005] es de aplicación para la elaboración de las cuentas consolidadas del ejercicio 2005 y sólo para los planes establecidos con posterioridad al 7 de noviembre de 2002. Esta circunstancia es la causante de que de la muestra inicial de 37 empresas, que han establecido planes de opciones sobre acciones, sólo hay, a priori, 19 empresas que, teniendo planes de opciones sobre acciones establecidos con posterioridad a dicha fecha, estarían obligadas a aplicar la citada normativa al elaborar estados financieros consolidados. Dichas empresas son las siguientes: ACS, S.A.; AMADEUS, IT GROUP; ARCELOR, S.A.; BSCH; CINTRA, S.A.; CORTEFIEL, S.A.; GAMESA, S.A.; GESTEVISIÓN TELECINCO, S.A.; GRUPO FERROVIAL, S.A.; IBERICA, S.A.; INDRA, S.A.; JAZZTEL, P.L.C.; NATRA, S.A.; NATRACEUTICAL, S.A.; PRISA, S.A.; RECOLETOS, GRUPO DE COMUNICACIÓN, S.A.; SERVICE POINT SOLUTIONS, S.A.; SOGECABLE, S.A. y ZELTIA, S.A.

CUADRO 5.1
EMPRESAS QUE FORMAN PARTE DE LA MUESTRA

MUESTRA INICIAL	EXCLUSIONES/ INCLUSIONES	MUESTRA FINAL
ACS, S.A.	--	ACS, S.A.
AMADEUS, IT GROUP	Excluida de cotización durante el año 2005	--
ARCELOR, S.A.	--	ARCELOR, S.A.
BSCH	--	BSCH
CINTRA, S.A.	--	CINTRA, S.A.
CORTEFIEL, S.A.	Excluida de cotización durante el año 2005	--
GAMESA, S.A.	--	GAMESA, S.A.
GESTEVISIÓN TELECINCO, S.A.	--	GESTEVISIÓN TELECINCO, S.A.
GRUPO FERROVIAL, S.A.	--	GRUPO FERROVIAL, S.A.
IBERIA, S.A.	--	IBERIA, S.A.
INDRA, S.A.	--	INDRA, S.A.
JAZZTEL, P.L.C.	--	JAZZTEL, P.L.C.
NATRA, S.A.	--	NATRA, S.A.
NATRACEUTICAL, S.A.	--	NATRACEUTICAL, S.A.
PRISA, S.A.	--	PRISA, S.A.
RECOLETOS, S.A.	Excluida de cotización durante el año 2005	--
SERVICE POINT SOLUTIONS, S.A.	No aplica la NIIF 2	--
SOGECABLE, S.A.	No aplica la NIIF 2 por entregar pasivos en lugar de instrumentos de patrimonio	--
ZELTIA, S.A.	--	ZELTIA, S.A.

De estas 19 empresas, se han tenido que excluir tres de ellas, AMADEUS, IT GROUP, CORTEFIEL, S.A. y RECOLETOS, GRUPO DE COMUNICACIÓN, S.A., por haber dejado de cotizar durante el año 2005.

La empresa AMADEUS, IT GROUP, en octubre de 2005, aprobó la exclusión de la cotización de sus acciones como consecuencia de la OPA lanzada por WAM ACQUISITIONS, S.A. Ante esta situación de exclusión de cotización, se acordó la cancelación y liquidación de los planes de opciones sobre acciones para empleados 1999-2004 mediante el pago de una indemnización a todos y cada uno de los beneficiarios del plan, sirviendo de compensación para la amortización de los distintos componentes del sistema retributivo [WAM ACQUISITIONS, S.A., 2005, p. 23].

Por su parte, la empresa CORTEFIEL, S.A., mediante acuerdo de la Junta General de Accionistas de 29 de septiembre de 2005, acordó la exclusión de la negociación de la totalidad de las acciones de la sociedad de las bolsas de valores. Esto supuso la cancelación y liquidación de los planes de opciones sobre acciones, no apareciendo reflejado el gasto derivado de este tipo de planes en sus cuentas anuales [CORTEFIEL, 2006, p. 14].

Por último, la empresa RECOLETOS, GRUPO DE COMUNICACIÓN, S.A., como consecuencia de la OPA lanzada por RETOS CARTERA, S.A. el 14 de diciembre de 2004 sobre RECOLETOS, estableció una fecha extraordinaria de ejercicio de las opciones, el 2 de marzo de 2005, con la finalidad de liquidar todos los planes de opciones sobre acciones vigentes hasta ese momento [RECOLETOS, 2005, p. 1].

Por otra parte, hay dos empresas que inicialmente deberían contabilizar los planes de opciones sobre acciones, siguiendo la NIIF 2, pero que no lo hicieron. Estas empresas son SOGECABLE, S.A. y SERVICE POINT SOLUTIONS, S.A.

En el caso de SOGECABLE, S.A. se utilizó, para llevar a cabo la cobertura de su plan de opciones, la entrega de acciones rescatables. En base a la normativa internacional y al objeto de definir la representación de una acción preferente bien como pasivo financiero o bien como un instrumento de patrimonio, el emisor evaluará los derechos particulares concedidos a la acción para determinar si posee la característica fundamental de un pasivo financiero o no [NIC 32, párrafo GA25]. De hecho recoge, como ejemplo, que:

“Una acción preferente que contemple su rescate en una fecha específica o a voluntad del tenedor, contiene un pasivo financiero, porque el emisor tiene la obligación de transferir

activos financieros al tenedor de la acción. La posible incapacidad del emisor para satisfacer la obligación de rescatar una acción preferente, cuando sea requerido en los términos contractuales para hacerlo, ya sea por causa de falta de fondos, por restricciones legales o por tener insuficientes reservas o ganancias, no niega la existencia de la obligación”.

Dado que la citada empresa establece la posibilidad del rescate de las acciones por parte de los beneficiarios de las opciones, las acciones rescatables se considerarán como pasivo financiero y no como instrumentos de patrimonio, por lo que no estarán sujetas a la aplicación de la NIIF 2.

5.3. CARACTERÍSTICAS DE LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES EN EL MERCADO COTIZADO ESPAÑOL

El número total de planes de opciones sobre acciones propiamente dichos, recogidos en nuestra muestra durante el período 1999-2005, asciende finalmente a 79 (ver *Cuadro 5.2*). Esta cuantía podría llevarnos a pensar que éste ha sido un sistema retributivo muy extendido en la práctica española, pero esto está lejos de la realidad, ya que, todos estos planes, corresponden sólo a 37 empresas diferentes, debido a que cerca del 50% de estas empresas han llevado a cabo más de un plan durante el citado período (ver *Gráfico 5.1*).

Así, se puede destacar casos como los del BANCO SANTANDER CENTRAL HISPANO, con 8 planes de opciones sobre acciones en el período establecido; AMADEUS, IT GROUP o INDRA, S.A., con 6 planes de opciones cada una; JAZZTEL, P.L.C., con 5 planes; o las empresas ACS y SERVICE POINT SOLUTIONS, S.A., con 4 planes cada una. Si sumamos tan sólo los planes de estas 6 empresas, éstos suponen cerca del 42% del total de los planes de la muestra en el período 1999-2005.

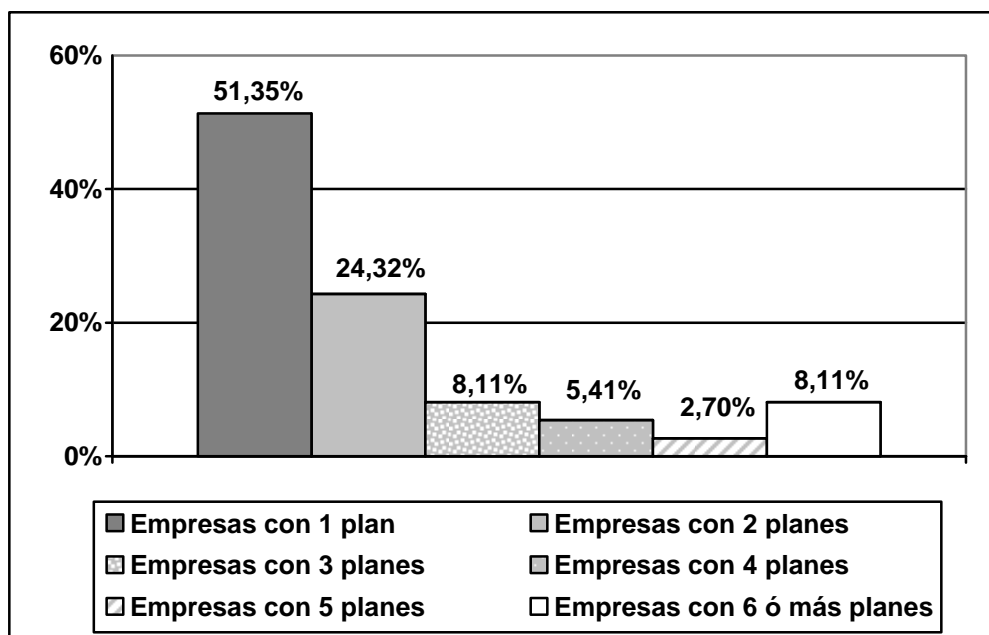
Analizado el número de planes por año, se desprende que fue el año 2000, cuando más planes se establecieron, con un total de 23, cuantía que supuso un 175% sobre los planes que se establecieron en el año anterior.

CUADRO 5. 2
PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES DISTRIBUIDOS POR EMPRESAS
Y AÑOS

EMPRESA	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	TOTAL
ACS	X	X				X	X	4
ALTADIS		X		X				2
AMADEUS	X	X	X	X	X	X		6
ARCELOR					X	X	X	3
BBVA		X						1
BSCH	X	X (5)		X			X	8
BODEGAS Y BEBIDAS	X		X					2
CIE AUTOMOTIVE				X				1
CINTRA							X	1
COMP. DIS. LOGISTA		X		X				2
CORP. FINANC. ALBA		X		X				2
CORTEFIEL	X							1
GAMESA							X	1
GEST. TELECINCO						X	X	2
GRUPO FERROVIAL					X	X	X	3
IBERIA			X	X				2
INDRA	X	X	X	X	X		X	6
INDITEX		X						1
JAZZTEL	X (2)	X		X	X			5
NATRA							X	1
NATRACEUTICAL							X	1
PRISA		X				X		2
RECOLETOS		X						1
SACYR VALLEHERM.		X						1
SERV. POINT SOLUT.	X (2)				X		X	4
SOC. AGUAS BARC.			X					1
SOGECABLE		X			X			2
TAVEX ALGODON.		X						1
TELEFÓNICA	X	X	X					3
TELEFÓNICA MÓV.			X					1
TPI	X							1
TELEPIZZA		X						1
TERRA NETWORKS	X							1
TESTA INMUEBLES DE INVERSIÓN		X						1
TRANSPORTES AZKAR			X					1
URALITA		X						1
ZELTIA						X	X	2
TOTAL	13	23	8	9	7	7	12	79

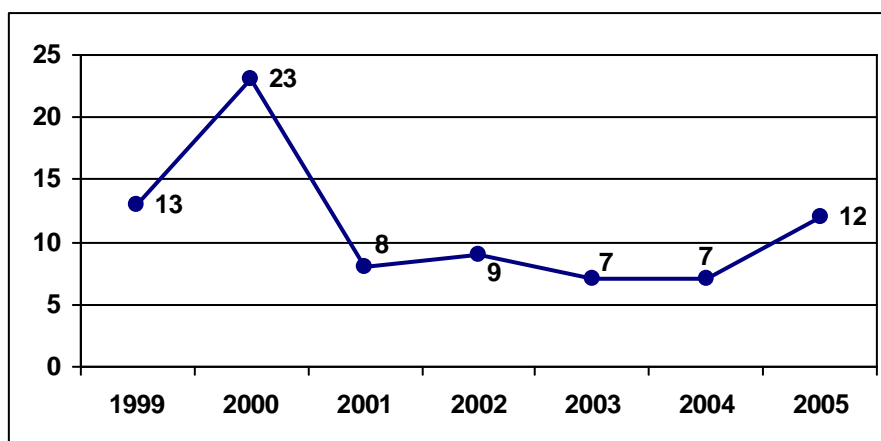
La explicación de este incremento podría tener su origen en el año 1999, cuando salió a la luz pública los planes de opciones establecidos por Telefónica. Esto supuso el público conocimiento de este sistema retributivo con carácter general para aquellas empresas que desconocían su aplicación en nuestro país. De hecho, el Plan RISE de Telefónica, establecido en 1997, permitió a los 100 directivos beneficiarios cobrar un total de casi 72.000 millones de pesetas brutas, casi cinco veces la retribución anual total media de un consejero delegado o director general de una gran empresa española [Lafont, 2000, p. 26].

GRÁFICO 5.1
NÚMERO DE PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES
POR EMPRESA



El efecto provocado por el reconocimiento de la aplicación de estos sistemas retributivos tuvo su respuesta en muchas empresas, que pasaron a establecerlos con el deseo de retener y mantener a sus empleados claves, llevados por la idea de que, en caso contrario, abandonarían sus empresas atraídos por ofertas de trabajo donde sí se incluyesen.

GRÁFICO 5.2
NÚMERO DE PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES DISTRIBUIDOS
POR AÑOS



Después del boom del año 2000, en el que se establecieron gran cantidad de planes de opciones sobre acciones, se ha producido, en los años siguientes, un descenso generalizado del número de planes. Dicho descenso no sólo se ha producido en España, sino también en otros países [Morán, 2003, p. 1], como, por ejemplo, en el Reino Unido, que de los 250 principales empresas de referencia que cotizan en el índice FTSE-250 de la Bolsa de Londres, sólo el 48% sigue empleando “stock options” como incentivo para sus directivos, frente al 76% que lo hacía en 2003 [AEC, 2006, p. 2].

5.3.1. Volumen de los planes.

El tamaño alcanzable por los planes de opciones sobre acciones depende de muchos factores, tales como el número de empleados a los que va dirigido, el tamaño de la empresa, etc. Por este motivo, y para poder comparar el volumen de los planes de opciones sobre acciones entre diferentes empresas, se ha elegido, como medida, el porcentaje de acciones que implicaría la ejecución del plan en relación con el número de acciones totales en circulación de la empresa [Botosan y Plumlee, 2001; Espahbodi *et al.*, 2002; Sahlman, 2002; Robinson y Burton, 2004; Kato *et al.*, 2005; Deshmukh *et al.*, 2006].

En algunos casos, este dato se proporciona por parte de las empresas, como un dato más, cuando se comunican las características del plan. Sin embargo, en la mayoría de los casos, no se facilita esta información. De ahí que se haya tenido que recabar por otros medios. Una vez obtenida la información precisa, se ha procedido a la medida del porcentaje de acciones, utilizando la siguiente fórmula:

$$\text{Volumen del Plan} = \frac{\text{Número máximo de acciones que conlleva el plan de opciones}}{\text{Número de acciones en circulación}}$$

En referencia al numerador se ha tenido en cuenta el número total de acciones que serían necesarias si la totalidad de los beneficiarios ejerciesen todas las opciones concedidas. En relación con el denominador se ha tomado el número de acciones en circulación en el momento de la aprobación de los planes de opciones.

La media³⁵³ obtenida del volumen de los planes de opciones sobre acciones en el mercado cotizado español, durante el período 1999-2005, fue del 1,6% del capital social (ver *Cuadro 5.3.*). Los planes más ambiciosos en cuantía fueron los de JAZZTEL, P.L.C., uno aprobado en 1999 y otro, en 2003, ambos con una cuantía inicial del 10% del capital social, seguido por el de TERRA NETWORKS, S.A., aprobado en 1999, que tenía previsto destinar el 5% de su capital social mediante diversas entregas.

Los planes de opciones sobre acciones más conservadores se corresponden con los del BBVA y ZELTIA, S.A. El de BBVA fue aprobado en 2000, con un 0,004% del capital social, aunque éste suponía un plan adicional para directivos con respecto al establecido en el año anterior (redistribución de las opciones sobre acciones sobrantes del plan anterior). Por su parte, los de ZELTIA, S.A., aprobados en 2004 y 2005, supusieron sólo un 0,0064 y 0,01%, respectivamente, pero formaban parte de un programa de incentivos destinados a algunos empleados y directivos en el que se entregarían indistintamente acciones u opciones sobre acciones.

³⁵³ Para el cálculo de esta media y las siguientes, a lo largo del presente estudio empírico, se ha utilizado la fórmula de la media aritmética simple.

CUADRO 5.3
VOLUMEN DE LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES

<i>Panel A. Volumen de los planes en el período 1999-2005</i>							
	Media	Mediana	Máximo	Mínimo	Desviación típica		
N=79	1,576	1	10	0,004	1,902		
<i>Panel B. Volumen de los planes distribuidos por años</i>							
	1999 (n=13)	2000 (n=23)	2001 (n= 8)	2002 (n=9)	2003 (n= 7)	2004 (n=7)	2005 (n=12)
Media	2,696	1,024	1,76	1,214	2,418	0,756	1,557
Mediana	2	1	1,06	1,54	1	0,47	1,385
Máximo	10	4	4,56	2	10	2	4,3
Mínimo	0,14	0,004	0,2	0,09	0,027	0,0064	0,01
Desviación típica	2,825	1,012	1,783	0,771	3,595	0,692	1,411

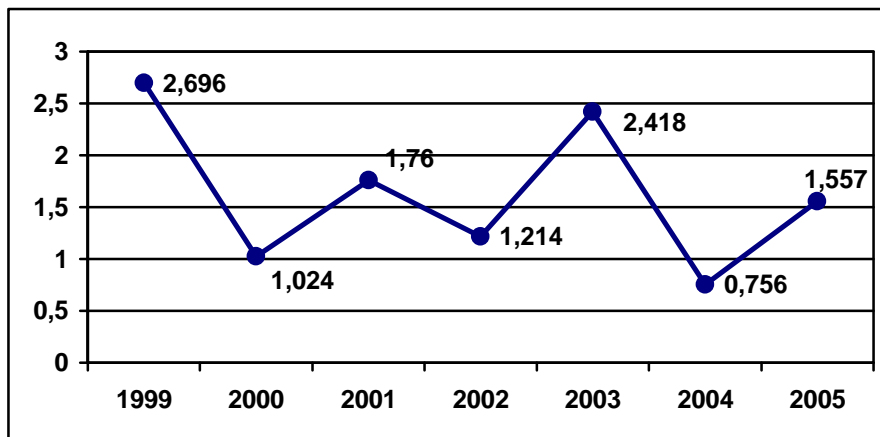
De la media obtenida en los diferentes años (ver *Gráfico 5.3*), se observa que fue en el año 1999 donde se registró el mayor volumen de los planes, un 2,696% del capital social. En este año se dieron a conocer públicamente estos sistemas retributivos. Posteriormente, durante los tres años siguientes, 2000, 2001 y 2002, se produjo una disminución de la media de los planes, con 1,024, 1,76 y 1,214%, respectivamente.

Estos datos deben interpretarse con cierta cautela, ya que los valores registrados sobre el volumen alcanzado por cada uno de los planes presentan cuantías muy dispares. Así, por ejemplo, se puede observar que, en el año 1999 (ver *Cuadro 5.3*), el valor máximo que alcanzó un plan fue del 10% frente al valor mínimo, durante ese año, que fue de 0,14%, circunstancia por la que la media obtenida puede ser poco representativa.

El volumen de los planes en España está lejos del alcanzado en EEUU, según todos los estudios consultados, si bien hay que matizar que dicho volumen varía sustancialmente dependiendo del número de empresas utilizadas en la muestra y el año al que se refiera el estudio.

Así, por ejemplo, Aboody *et al.* [2001] recogen un volumen de 4%, 3% y 3% para los planes de los años 1996, 1997 y 1998, respectivamente, con 514, 534 y 486 observaciones para cada uno de los años.

GRÁFICO 5.3
MEDIA DEL VOLUMEN DE LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES
DISTRIBUIDAS POR AÑOS



Botosan y Plumlee [2001] detectan, para los planes puestos en marcha de las 100 empresas de mayor crecimiento en el año 1999, un volumen de 4,7% sobre el total de las acciones ordinarias.

Por su parte, Deshmukh *et al.* [2006] identifican un volumen de 2,3% para 146 empresas que empezaron a reconocer voluntariamente el gasto como consecuencia de los planes de opciones sobre acciones, entre enero de 2002 y diciembre de 2003, y un 3,4% para los planes correspondientes a 1.224 empresas que optaron por no reconocer dicho gasto en el mismo período.

También hay significativas diferencias de volumen entre los planes de opciones en empresas de la vieja economía y en empresas de la llamada “nueva economía” (donde se incluyen las empresas dedicadas a las actividades de informática, software, Internet, telecomunicaciones, etc.). Así, en 2001, las empresas de la vieja economía establecieron planes con un volumen medio de 2,6%, mientras que, en el mismo año, los planes de las

empresas de la nueva economía alcanzaron una media de 6,4% [Hall y Murphy, 2003, p. 5].

Por su parte, en Japón, los planes de opciones sobre acciones presentan un volumen inferior al que se da en España, de tal forma que el estudio realizado por Kato *et al.* [2005], con una muestra de 562 planes adoptados por empresas japonesas entre el período transcurrido entre junio de 1997 y diciembre de 2001, el volumen medio de los planes es de un 1%.

5.3.2. Períodos de carencia.

El período de carencia (“*vesting time*”) se corresponde con el período durante el que no es posible que el beneficiario pueda ejercer la opción. Una vez calculada la media de los períodos de carencia para los planes de opciones sobre acciones del período 1999-2005, el resultado obtenido se corresponde con 2,3 años.

La media obtenida no difiere mucho de lo que se da en otros países. Así, en EEUU, el período de espera suele ser de entre 2 y 4 años [Rappaport, 1999, p. 95], siendo la media de 2,5 años [Kole, 1997, p. 85], mientras que, en Alemania, la media es de 2,6 años [Langmann, 2007, p. 93], en Finlandia, de 2,3 años [Ikäheimo *et al.*, 2006, p. 353] y, en Japón, tan sólo de 1,8 años [Kato *et al.*, 2005, p. 442].

CUADRO 5.4
PERIODOS DE CARENCIA DE LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES

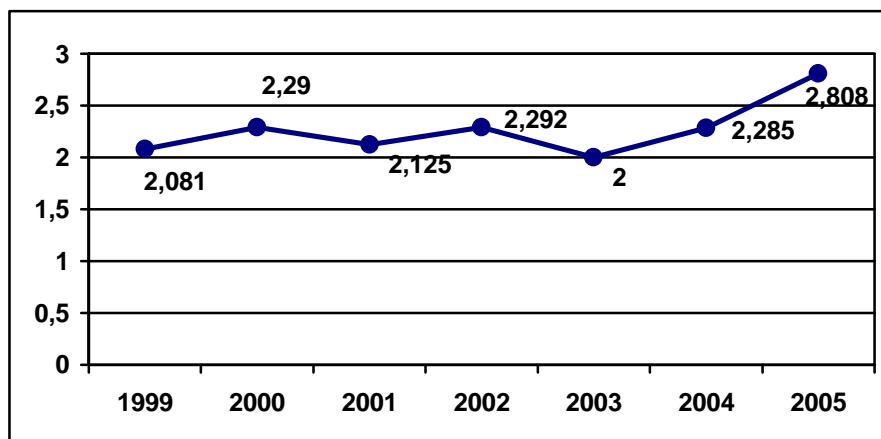
<i>Panel A. Periodos de carencia de los planes en el período 1999-2005</i>							
	Media	Mediana	Máximo	Mínimo	Desviación típica		
<i>N=79</i>	2,292	2,5	5,6	0	1,093		
<i>Panel B. Periodos de carencia de los planes distribuidos por años</i>							
	1999 (n=13)	2000 (n=23)	2001 (n= 8)	2002 (n=9)	2003 (n= 7)	2004 (n=7)	2005 (n=12)
Media	2,081	2,29	2,125	2,292	2	2,285	2,808
Mediana	2	2,5	2,25	3	2	3	3
Máximo	5,6	4	3,5	4	3	3	3
Mínimo	0	0	0	0	0	0	2
Desviación típica	1,404	0,981	1,157	1,403	1,155	1,253	0,323

Los planes, con un menor período de carencia, son los establecidos por AMADEUS, IT GROUP durante el período 1999-2004, ejecutándose el primer año, el 25% de las opciones recibidas, el 50% durante el segundo año, el 75% en el tercer año y el 100% en el cuarto año y sucesivos. Por su parte, los planes con períodos de carencia más largos se corresponden con las diversas entregas del plan de CORTEFIEL, S.A., aprobado en 1999, seguido de los planes de ALTADIS, S.A. aprobados en los años 2000 y 2002. En el primer caso, CORTEFIEL, S.A. aprobó su plan de opciones en el año 1999, consistiendo en la realización de entregas sucesivas en diferentes fechas y años, de forma que, en las 4 primeras entregas, se estableció un período de carencia de 5 años, mientras que, en la quinta entrega, de entre 5 y 8 años y, en la última entrega, de 7 años. Los planes de ALTADIS, S.A. recogieron períodos de carencia de 4 años cada uno.

La media de los períodos de carencia se encuentra en la banda entre 2 y 3 años (ver *Gráfico 5.4.*).

GRÁFICO 5.4

**MEDIA DE LOS PERÍODOS DE CARENCIA DE LOS PLANES DE OPCIONES
SOBRE ACCIONES DISTRIBUIDAS POR AÑOS**



5.3.3. Períodos de ejercicio.

Se corresponde con el período durante el cual el beneficiario puede ejercitar las opciones si así lo decide. A partir de la muestra de planes de opciones sobre acciones en el mercado cotizado español durante el período 1999-2005 se pueden establecer dos bloques diferenciados: a) los planes que tienen períodos largos de ejercicio; y, b) los planes que establecen una fecha determinada de ejercicio (lo que puede corresponderse con uno o varios días determinados o durante un período corto de tiempo como, por ejemplo, un mes). Ambos procedimientos tienen inconvenientes.

En el caso de establecerse una fecha determinada, la empresa se expone a un mayor riesgo de que finalmente el plan fracase, al jugárselo todo a un momento concreto. Por el contrario, si la empresa se decidiese por establecer el ejercicio en un período dilatado de tiempo, aquellos beneficiarios que tengan acceso a información privilegiada (*v. gr.*: consejeros y/o directivos) pueden utilizar dicha información para ejercer las opciones en el momento oportuno o incluso dirigir sus decisiones para su beneficio personal. Este peligro no se produce, en cualquier caso, para el resto de trabajadores, que no tienen acceso a ese tipo de información ni pueden influir con sus decisiones en el devenir del valor de cotización de las acciones. En cualquier caso, para evitar o frenar aquellos peligros, surge

una nueva variante del periodo de ejercicio, estableciéndose varios años de ejercicio pero mediante el ejercicio escalonado de las opciones.

La mayoría de los planes de opciones sobre acciones de la muestra, el 82,28%, se encuentran dentro del primer bloque, períodos largos de ejercicio, mientras que el resto, el 17,72%, tienen fijadas determinadas fechas de ejercicio.

Para la determinación de la media de los períodos de ejercicio con los planes de opciones sobre acciones de la muestra, se calculará de forma separada la de los planes con períodos de ejercicio largos y de los planes con fechas determinadas de ejercicio, a fin de evitar alteraciones en los resultados obtenidos. A lo largo de una media de 2 años, la media obtenida para los planes de opciones sobre acciones, con períodos cortos de ejercicio, es de 0,91 meses al año. Por su parte, la media obtenida para los planes de opciones, con períodos largos de ejercicio, asciende a 3,32 años.

CUADRO 5.5
PERIODOS LARGOS DE EJERCICIO DE LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES

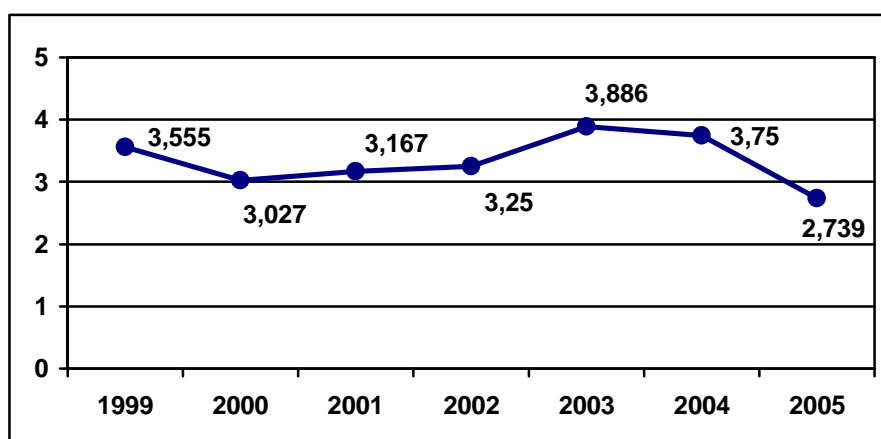
<i>Panel A. Periodos largos de ejercicio de los planes en el período 1999-2005</i>							
	Media	Mediana	Máximo	Mínimo	Desviación típica		
N=65	3,319	3	10	0,4	2,644		
<i>Panel B. Periodos largos de ejercicio de los planes distribuidos por años</i>							
	1999 (n=10)	2000 (n=21)	2001 (n= 6)	2002 (n=6)	2003 (n= 7)	2004 (n=6)	2005 (n=9)
Media	3,555	3,027	3,167	3,25	3,886	3,75	2,739
Mediana	3	2	2,5	2,5	3,8	3	3
Máximo	10	10	10	10	10	10	4
Mínimo	1,25	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	1
Desviación típica	2,339	2,749	3,531	3,460	2,997	3,282	1,096

Los planes establecidos más a largo plazo son los que puso en marcha la empresa JAZZTEL, P.L.C. en el período 1999-2004, con un período de ejercicio de hasta 10 años para cada uno de los planes. Por su parte, los planes establecidos más a corto plazo son: el plan de SOGECABLE, S.A., aprobado en 2003, con una media de 0,4 años de ejercicio y los planes de CORPORACIÓN FINANCIERA ALBA, S.A., (2000 y 2002), BODEGAS Y BEBIDAS, S.A. (2001), INDRA (2001), PRISA, S.A. (2004) y SOGECABLE, S.A. (2000), con un período de 0,5 años cada uno para que los beneficiarios lleven a cabo el ejercicio.

Dentro de los planes con períodos largos de ejercicio, se debe distinguir los que imponen limitaciones en cuanto a la cuantía a poder ejercitar y los que no imponen ninguna, lo que permite ejercitar la totalidad de las opciones en cualquier fecha dentro del período de ejercicio. Así, el 33,85% de los planes con períodos largos de ejercicio tienen establecidas limitaciones para el ejercicio de las opciones, de tal forma que se impone que el ejercicio sea escalonado a razón de un medio, un tercio o un cuarto cada año que dure el período de ejercicio, según los planes o, en caso de no producirse el ejercicio en esas fechas, se podrán ejercitar acumulativamente en los períodos siguientes.

GRÁFICO 5.5

MEDIA DE LOS PERÍODOS DE EJERCICIO DE LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES DISTRIBUIDAS POR AÑOS



Finalmente, sumando el periodo de carencia y el de ejercicio se obtiene la vida total de la opción. En España en base al análisis de la muestra disponible de planes de opciones sobre acciones, sumando la media del período de carencia y la del período largo de ejercicio, se obtiene una media de 5,6 años como vida total de las opciones sobre acciones. Mientras que, por el contrario, sumando la media del período de carencia y la del periodo corto de ejercicio, la media de la vida de la opción se reduce a 4,3 años.

Esta media se encuentra muy alejada de la que se puede encontrar en los planes utilizados en EEUU, donde normalmente tienen una vida total de alrededor de 10 años [Finnerty, 2003, p. 7; Maris *et al.*, 2003, p. 671; Jiang y Tian, 2005, p. 7; Kato *et al.*, 2005, p. 436].

La media obtenida en España está más cercana a la que se da en Finlandia, donde la media de la vida de la opción se sitúa en 5,9 años [Ikäheimo, 2006, p. 353], en Japón, en 5,6 años [Kato *et al.*, 2005, p. 442] o, en Singapur, donde la el período máximo es de 5 años [Ding y Sun, 2001, p. 566].

5.3.4. Precios de ejercicio.

En EEUU se ha constatado que la mayoría de los planes se establecen “at the money” [Finnerty, 2003, p. 5; Murphy, 1998, p. 70], es decir, el precio de ejercicio de las opciones está muy próximo al valor de cotización de las acciones en el momento de la entrega de aquéllas. Así, según el estudio realizado por Murhpy [1998] sobre una muestra de alrededor de 700 planes de opciones sobre acciones, establecidos en 1992, el 95% se establecieron “at the money”. La explicación tenía un contenido contable, ya que, como ya hemos comentado, con la normativa contable anterior al SFAS 123 (R), las empresas contabilizarían sus planes al valor intrínseco, siendo éste cero si las opciones se entregan “at the money”, lo que implica no registrar gasto alguno en las cuentas anuales de las empresas.

Por otra parte, en Japón es frecuente que los planes de opciones sobre acciones se establezcan “out the money” en aproximadamente un 5% por encima del valor de mercado en el momento de la entrega [Kato *et al.*, 2005, p. 436]. Finalmente, en Italia, en el 78% de

los casos, se establecen los planes “at the money”, datos que corresponden a los planes otorgados durante los años anteriores al 2000 [Achard y Castello, 2000, p. 107].

En España, y en el marco de nuestro trabajo, a partir de la muestra de la que disponemos, no se puede determinar con certeza ante qué tipo de opciones estamos, al no disponer de la fecha de entrega de las opciones. Por ello, y para determinar si las opciones están “in the Money”, “out the Money” o “at the Money”, se utilizará la fecha de aprobación del plan. Así, tras analizar los datos de la muestra de planes de opciones sobre acciones para el período 1999-2005, se puede afirmar que la tónica general ha sido la entrega de opciones “at the money”. De hecho, el 61,84% de los planes de la muestra tienen un precio de ejercicio similar al valor de cotización.

Los criterios usados, por parte de las empresas de la muestra, para fijar el precio de ejercicio no son unánimes, encontrándonos con diversas posibilidades, como, por ejemplo, el uso del precio de cierre de cotización en el día de la entrega, la media aritmética de los precios medios de cotización durante las 20, 60 o 90 sesiones anteriores o siguientes a la concesión, el precio fijado en una Oferta Pública de Venta de Acciones, etc.

Entre los planes sin el precio de las opciones “at the money” se pueden distinguir: a) planes otorgados antes de la salida a cotización de la empresa concedente, lo que no permite determinar si el precio de ejercicio es superior o inferior al valor de mercado, al no disponerse de dicho valor; b) planes con opciones “in the money”, con precio de ejercicio de las opciones inferior al valor de cotización de las acciones; c) planes con opciones “out the money”, con precio de ejercicio de las opciones superior al valor de cotización en el momento de la concesión; y, d) planes con precio de ejecución creciente a lo largo del período de ejercicio.

Entre los planes de opciones sobre acciones, aprobados antes de la salida a bolsa, se puede destacar los casos de IBERIA, S.A. (2001), INDITEX, S.A. (2000), JAZZTEL, P.L.C. (2 planes en 1999 y 1 en 2000) o PRISA, S.A. (2000). En el caso de INDITEX, S.A., se aprobó, el 20 de Julio de 2000, la implantación de un Plan de Opciones sobre acciones dirigido a consejeros, directivos y empleados clave. Dicho plan consistía en la concesión de opciones, en determinadas fechas de 2001, 2002 y 2003, sujetas a alcanzar determinadas revalorizaciones de las acciones en los mercados de valores. El precio de ejercicio de las opciones se fijó en 2,93 €. El 23 de Mayo de 2001, INDITEX, S.A. salió a

Bolsa y cerró con un valor de 17,81 €, lo que en ese momento suponía que la opción tenía un valor intrínseco de 14,88 €.

Dentro de los planes de opciones otorgados “in the money”, que suponen el 14,47% del total de los planes, se encuentran los planes de BBVA (2000), BSCH (1 plan en 1999 y 2 planes en 2000), COMPAÑÍA DE DISTRIBUCIÓN INTEGRAL LOGISTA, S.A. (2000), CORTEFIEL, S.A. (1999), GESTEVISIÓN TELECINCO, S.A. (2004), SOCIEDAD GENERAL AGUAS DE BARCELONA, S.A. (2001), TELE PIZZA, S.A. (2000) Y ZELTIA (2004 y 2005). En algunos de los casos hay diferencias no demasiado grandes, pero, en otros, como los de CORTEFIEL, S.A. y de ZELTIA, S.A., las hay entre el precio de ejercicio y el precio de cotización de las acciones.

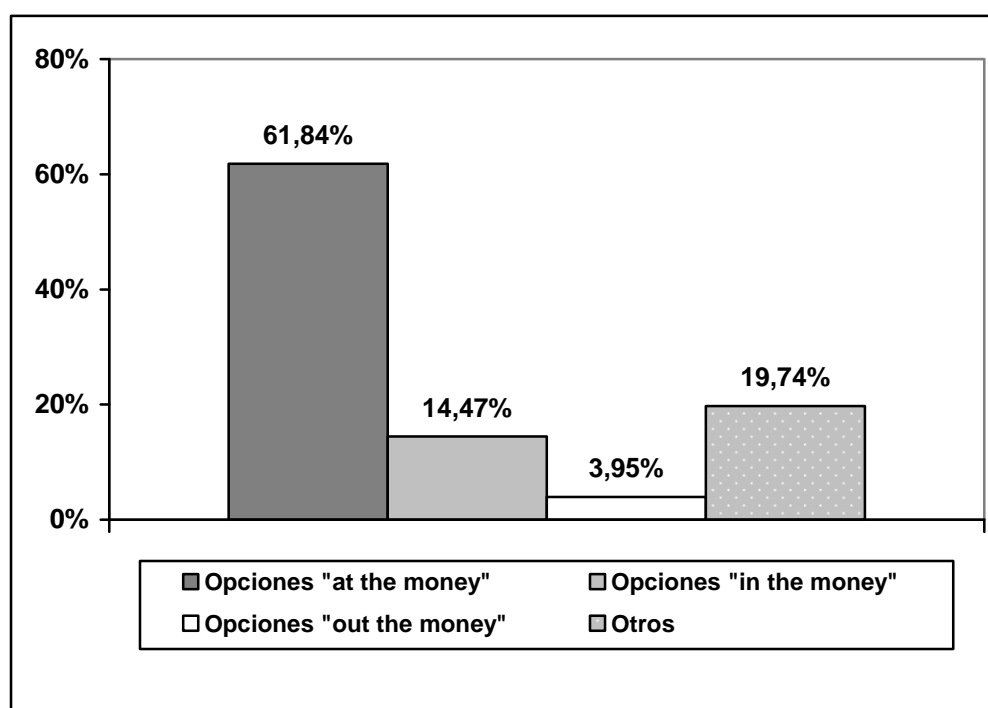
Por ejemplo, CORTEFIEL, S.A. aprobó el establecimiento de un plan de opciones sobre acciones en el año 1999, a llevar a cabo mediante diversas concesiones en el período 2000-2004. Dicho plan, tal y como se recogía en el folleto explicativo de la ampliación de capital realizada como cobertura del mismo, tenía como objetivo ofrecer opciones sobre acciones a un precio suficientemente atractivo para “(...) conseguir motivar e incentivar al personal directivo, implicándole más aún en los resultados de la compañía, lo que entendemos, redundará en el beneficio de la sociedad y, por tanto, de sus accionistas”. De hecho, el precio de ejercicio se fijó, previamente, en 3 €, aunque, posteriormente, se redujo a 1,5 € (tras un “split” de acciones), cuando el valor de cotización en la fecha de la primera entrega era de 26 €.

Los planes de opciones sobre acciones otorgados “out the Money” incluyen los de CIE AUTOMOTIVE, S.A. (2002), INDRA, S.A. (1999) y TELEFÓNICA, PUBLICIDAD E INFORMACIÓN, S.A. (1999). Por ejemplo, en el plan de CIE AUTOMOTIVE, S.A., aprobado por el Consejo de Administración el 30 de julio de 2002, fijó el precio de ejercicio de las opciones en 10 € [CIE AUTOMOTIVE, S.A., 2002, p. 120] cuando el valor de cotización, en ese día y al cierre, fue de 1,4 € [<http://www.economista.es>].

Además, los planes de opciones sobre acciones con precios crecientes no son lo habitual. Esto queda demostrado al sólo encontrarse en 3 de los planes de la muestra. Son los casos de NATRA, S.A. (2005), su filial NATRACEUTICAL (2005) y JAZZTEL, P.L.C (2003). Por ejemplo, en el caso de NATRA, S.A. en el plan aprobado el 22 de noviembre de 2005, por el Consejo de Administración, estableció que el precio de ejercicio

para las diferentes opciones sobre acciones entregadas sería de 8,10 €, para las de octubre de 2008; de 8,30 €, para las que ejerzan en octubre de 2010; y 8,75 €, para las que se ejerzan en octubre de 2012 [NATRA, S.A., 2005b, p. 2].

GRÁFICO 5.6
TIPOS DE OPCIONES ENTREGADAS



A pesar de que la mayoría de los planes llevan consigo la entrega de opciones tradicionales, es decir, sin características especiales, hay algunos casos que merecen ser destacados por haber entregado opciones con características concretas. IBERIA, S.A. y CORPORACIÓN FINANCIERA ALBA, S.A. entregaron opciones en las que el beneficiario debía satisfacer una parte del precio de ejercicio en el momento de la formalización del contrato. Estas opciones se corresponden con las llamadas “*purchased options*”. En el caso de IBERIA, S.A. se exigió el pago de alrededor del 15% del precio de ejercicio y, en el caso de CORPORACIÓN FINANCIERA ALBA, S.A., se exigió el 5%.

También hemos encontrado dos casos de “*performance-vested options*” en los planes correspondientes a GAMESA, S.A. (2005) e INDRA, S.A. (1999), tipo de opciones

que se caracterizan porque únicamente pueden ser ejercitadas cuando el valor de cotización de las acciones alcance un determinado nivel, normalmente, muy por encima del valor de cotización del momento en que se acuerde la entrega de las opciones, independientemente de cual sea el precio de ejercicio. En el caso de GAMESA, S.A. (2005) se estableció que el ejercicio sólo se podría llevar a cabo si durante el período de ejercicio la cotización de la acción era igual o superior a 14,58 € por acción, mientras que el precio de ejercicio estaba fijado en 10,96 €.

En el plan de opciones sobre acciones de INDRA, S.A. (1999) se disponía que los miembros del Consejo de Administración y los altos directivos sólo podrían ejercitar el 60% de las opciones concedidas, en el supuesto de que, en el momento previo al inicio del periodo de ejercicio de las opciones, el precio de mercado de la acción no sea, al menos, igual o superior al precio de ejercicio incrementado en un 50%.

5.3.5. Beneficiarios.

Los planes de opciones sobre acciones pueden tener como beneficiarios a administradores, directivos y/o resto de empleados. Cerca de la totalidad, con alguna excepción, de los planes de opciones sobre acciones establecidos en España, en el período objeto de estudio, tienen como beneficiarios a la alta dirección de las empresas, circunstancia que viene a apoyar la idea extendida sobre el uso exclusivo de este tipo de sistemas retributivos a aquellos empleados que se consideran clave dentro de la empresa, al existir una mayor conexión entre sus decisiones y la posible marcha de la empresa, reflejada en el valor de cotización bursátil.

Asimismo, el 59,5% del total de los planes incluyen, como beneficiarios, a consejeros, sin que se pueda distinguir de qué tipo se trata, al no ser un dato normalmente proporcionado por parte de las empresas. Este dato podría ser relevante de acuerdo con los diversos códigos de buen gobierno, para no poner en peligro la característica más importante de un consejero, la independencia, y que la entrega de opciones, con un valor intrínseco importante, podría poner en peligro.

En cuanto a la inclusión como beneficiarios al resto de empleados, distintos de los mencionados, si bien en EEUU son cada vez más los planes de opciones que se destinan a la mayoría de los empleados, en España la situación es muy diferente. En nuestro país, la empresa TELE PIZZA, S.A. fue la pionera en utilizar opciones sobre acciones como sistema retributivo para todos sus empleados. Así, esta empresa ha contado con este tipo de planes desde que salió a bolsa en 1997, de forma que, *“basta con tener un contrato de trabajo de 40 horas semanales para poder optar a los planes de opciones de la compañía, de forma que incluso el personal de fábrica o los repartidores de pizzas tienen opciones”* [Lafont, 2000, p. 28].

Sin embargo, el resto de las empresas que se han ido decantando por utilizar este sistema retributivo no han seguido el ejemplo de TELE PIZZA, S.A. Así, del total de planes de opciones sobre acciones del período estudiado, tan sólo 26, cerca del 33% de total de los planes, incluyen como beneficiarios a empleados distintos de los consejeros o alta dirección de la empresa. No todos estos planes implican la participación de todos los trabajadores, ya que, en la mayoría de los casos, tan sólo se incluyen a un porcentaje muy pequeño de aquéllos.

En base a la distinción efectuada por la Fundación Europea para la Mejora de las Condiciones de Vida y de Trabajo [2001a, p. 27] y por The National Center for Employee Ownership (NCEO) [2006, p. 3], que clasifican como planes de participación en el accionariado de la empresa con difusión amplia (*“broad-based schemes”*) cuando dichos planes están destinados a más del 50% de los trabajadores, de los 26 planes de opciones sobre acciones mencionados, tan sólo 8 pueden considerarse planes de difusión amplia. Estos planes corresponden a las siguientes empresas: BBVA (2000); IBERIA, S.A. (2001); INDRA, S.A. (2000); JAZZTEL, P.L.C. (2003); SOCIEDAD GENERAL DE AGUAS DE BARCELONA, S.A. (2001); TELEFÓNICA, S.A. (2000); TELE PIZZA, S.A. (2000) y TERRA NETWORKS, S.A. (1999).

El Plan de opciones sobre acciones, aprobado por IBERIA, S.A. en 2001, ofrecía desde mayo de 2001 opciones a todos sus empleados. Para el cumplimiento de dicho plan, los empleados debían aceptar las opciones antes del 16 de mayo de 2001 y efectuar un depósito de 0,30 € por opción antes del 30 de agosto de 2001. Dicho plan, para hacernos una idea de su volumen, dado que no disponemos del número total de trabajadores que

aceptaron la oferta realizada, supuso la emisión de 287.879.747 obligaciones convertibles en acciones con un valor total de 342.576.900 €.

La empresa TELEFÓNICA, S.A., tras su controvertido “Plan TOP”, aprobado en 1999, y destinado sólo a los directivos del grupo, procedió a aprobar un plan llamado “Plan TIES” en el año 2000, cuyos beneficiarios serían los trabajadores del grupo que cumpliesen una serie de condiciones. Según datos recogidos por la propia empresa, a 14 de mayo de 2002, el número total de partícipes en el “Programa TIES” ascendía a 80.310 personas, siendo titulares de 31.603.807 opciones de compra sobre acciones de la empresa [TELEFÓNICA, 2002, capítulo 6, p. 22]. Su empresa filial TERRA NETWORKS, S.A. también estableció un plan para sus trabajadores que aprobó en 1999, y que tras la fijación de condiciones el 18 de octubre y el 1 de diciembre, se incluyeron como beneficiarios a 1.082 empleados pertenecientes a las distintas compañías que integraban el grupo (México, Brasil, España, Chile, Guatemala, Argentina, Perú y EEUU) [TERRA NETWORKS, S.A., 1999, p. 23].

CUADRO 5.6
PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES DE DIFUSIÓN AMPLIA

EMPRESA	AÑO DE APROBACIÓN DEL PLAN	BENEFICIARIOS
BBVA	2000	Todos los empleados con más de 1 año de antigüedad
IBERIA, S.A.	2001	Todos los empleados que quisieran formar parte del plan siempre que depositasen 0,30€ por opción ofrecida (según categorías)
INDRA, S.A.	2000	Destinado a 4.431 empleados y directivos
JAZZTEL, P.L.C.	2003	Destinado a todos los empleados y directivos de la empresa
SOCIEDAD GENERAL AGUAS DE BARCELONA	2001	Destinado a 26.000 empleados
TELEFÓNICA, S.A.	2001	Todos los trabajadores fijos
TELE PIZZA, S.A.	2000	A todos los empleados
TERRA NETWORKS, S.A.	2000	Destinado a 1.082 empleados de todo el grupo

Según el estudio realizado por Poutsma *et al.* [2006] en seis países de la Unión Europea (Alemania, España, Finlandia, Francia, Holanda y Reino Unido), sobre los distintos sistemas de participación de los trabajadores en el capital de las empresas, y referidas al año 2004, a través de la realización de una encuesta enviada a las empresas, obtuvieron los siguientes resultados: en Alemania, sólo el 8% de los planes de opciones sobre acciones de la muestra incluyen a una mayoría de los empleados, distintos de los consejeros y alta dirección; en España, el 4%; en Finlandia, el 12%; en Francia, el 5%; en Holanda, el 28%; y en Reino Unido, el 18%.

En EEUU, debido a la gran variedad de sistemas retributivos basados en opciones sobre acciones y la escasa información suministrada, tal y como declara el NCEO [2006, p. 3], resulta prácticamente imposible dar datos concretos sobre el número de planes de opciones de difusión amplia para los empleados. En cualquier caso, el NCEO estima que en el año 2005 se pusieron en marcha 4.000 planes de difusión amplia, lo que supone alrededor del 18% del total de planes de opciones establecidos [NCEO, 2005c, p. 1].

5.3.6. Formas de liquidación.

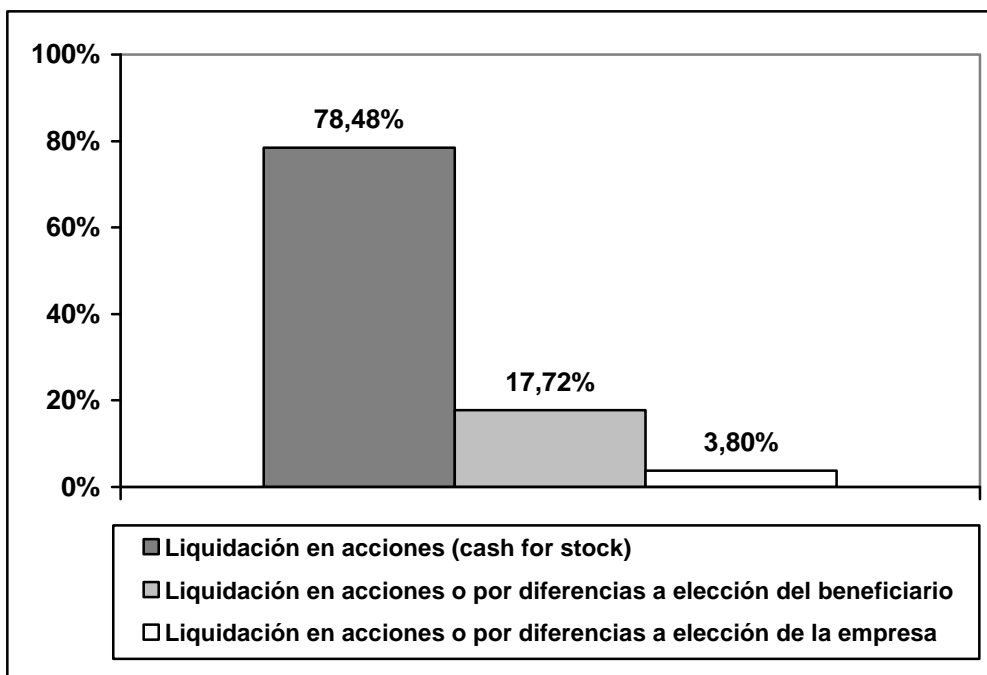
Dado que los datos de la muestra seleccionada se refiere únicamente a planes de opciones sobre acciones propiamente dichas, el procedimiento habitual de liquidación es mediante la compra de las acciones por parte de los beneficiarios, en base a la proporción establecida en el momento de la concesión, siempre y cuando se produzca el pago del precio de ejercicio y que éste sea inferior al valor de mercado o de cotización en ese momento. Este procedimiento recibe el nombre de “*cash for stock*”.

En base a la muestra considerada, el “*cash for stock*” es la forma de liquidación mayoritariamente utilizada. Así, el 78,48% de los planes considerados de opciones sobre acciones tienen previsto la liquidación a través de la entrega de las acciones de la empresa a cambio del pago del precio de ejercicio por parte de los beneficiarios.

Sin embargo, en algunas ocasiones, se ofrece a los beneficiarios la alternativa de elegir entre el anterior procedimiento o recibir la liquidación por diferencias. Esta liquidación por diferencias puede ser:

- En metálico: sistema mediante el cual el beneficiario recibe en efectivo las diferencias existentes entre el precio de mercado en el momento del ejercicio y el precio fijado inicialmente, una vez deducidos los importes correspondientes a los impuestos y demás gastos que corran a cargo del beneficiario.
- En acciones: sistema mediante el que el beneficiario podrá solicitar que se le entreguen acciones cuyo valor de mercado equivalga a la diferencia entre el precio de ejercicio y el valor de mercado de las acciones a la fecha de ejercicio, una vez deducidos los importes correspondientes a los impuestos y demás gastos que corran a cargo del beneficiario.

GRÁFICO 5.7
FORMAS DE LIQUIDACIÓN DE LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES



En una minoría de planes de nuestra muestra, tan sólo el 17,72%, se permite que la forma de liquidación sea elegida por el beneficiario entre ambos procedimientos. En la mayoría de los casos, que suponen el 64,3%, se ofrece la posibilidad de liquidar de forma tradicional o por diferencias en metálico, si bien, hay 4 planes dentro de la muestra, todos

correspondiente a la empresa ACS, S.A., que permiten la elección entre el procedimiento tradicional o por diferencias en acciones. Por su parte, TELEFÓNICA, S.A. con respecto al plan establecido en 2001, permitía a los beneficiarios elegir la forma de liquidación entre los tres procedimientos: pago y recibimiento de las acciones, liquidación en acciones o liquidación en metálico.

En otras ocasiones, será la propia empresa quien se reserva el derecho de liquidar las opciones en metálico. Tal es el caso de TAVEX ALGODONERA, S.A. (2000) que estableció que, “*en el momento de ejercitar el derecho, la sociedad podrá optar entre la entrega de las acciones o la entrega en efectivo de la diferencia entre el precio de adquisición fijado y el de cotización vigente en el momento del ejercicio de la opción*” [TAVEX ALGONODONERA, 2003, Capítulo 6, p. 9].

5.3.7. Coberturas utilizadas.

Para llevar a efecto las coberturas de los planes de opciones sobre acciones, los dos procedimientos más frecuentemente utilizados son los liquidados a través de la emisión de nuevas acciones o de las ya en circulación, bien en poder de la empresa en el momento de la concesión del plan (autocartera) o con el compromiso de adquirirlas antes del inicio del período de ejercicio por parte de los beneficiarios.

Estos procedimientos de cobertura utilizados se pueden combinar con un contrato financiero con una o varias entidades crediticias, bien para que actúen de intermediarios y/o concertando con aquéllas un contrato de “*equity swap*”³⁵⁴ para cubrir las posibles variaciones de los precios de las acciones desde la fecha de concesión de las opciones hasta la fecha de ejercicio de las mismas.

Analizada la muestra de planes de opciones sobre acciones en el período estudiado, se puede afirmar que el procedimiento más utilizado ha sido la entrega de acciones propias (autocartera), ya que aparece recogido como sistema de cobertura en 32 de los 79 planes, lo que supone el 40,5%.

³⁵⁴ Ver epígrafe 3.4.4.3. *Cobertura financiera (swap)*.

La ventaja aportada por este procedimiento es que evita la dilución de la participación de los accionistas antiguos, al no tener que emitir nuevas acciones. Como inconveniente, destaca el coste que para las empresas supone mantener la autocartera hasta la fecha de ejercicio, lo que implica la adquisición de las acciones propias en el momento de la concesión de las opciones. En caso contrario, será en fechas cercanas al período de ejercicio. En este último caso, la empresa corre el riesgo de sufrir pérdidas inestimables al tener que comprar en el mercado las acciones al precio de ese momento y venderlas a un precio inferior a los beneficiarios del plan.

Sobre el total de los planes de opciones sobre acciones en los que se ha previsto realizar la cobertura mediante la entrega de acciones propias, en el 15,63% de los casos, que se corresponde con 5 planes, se ha utilizado también un contrato de “*equity swap*” con alguna entidad financiera.

Además, 25 de los planes de opciones sobre acciones de la muestra, el 31,65%, recogen, como sistema de cobertura, la realización de ampliaciones de capital. En virtud de este procedimiento se ha procedido, para 4 planes³⁵⁵, a la realización de ampliaciones de capital mediante la emisión de acciones rescatables. Asimismo, se debe puntualizar que estas acciones rescatables presentan la particularidad de poder ir convirtiéndose en acciones ordinarias a medida que los beneficiarios van ejerciendo el derecho a adquirir las acciones³⁵⁶. Por otro, hay 2 planes, llevados a cabo por IBERIA, LÍNEAS AÉREAS DE ESPAÑA, S.A., donde se realizaron emisiones de obligaciones convertibles en acciones, que también presentan la peculiaridad anterior, al ir convirtiéndose en acciones ordinarias a medida que se ejercitan las opciones sobre acciones.

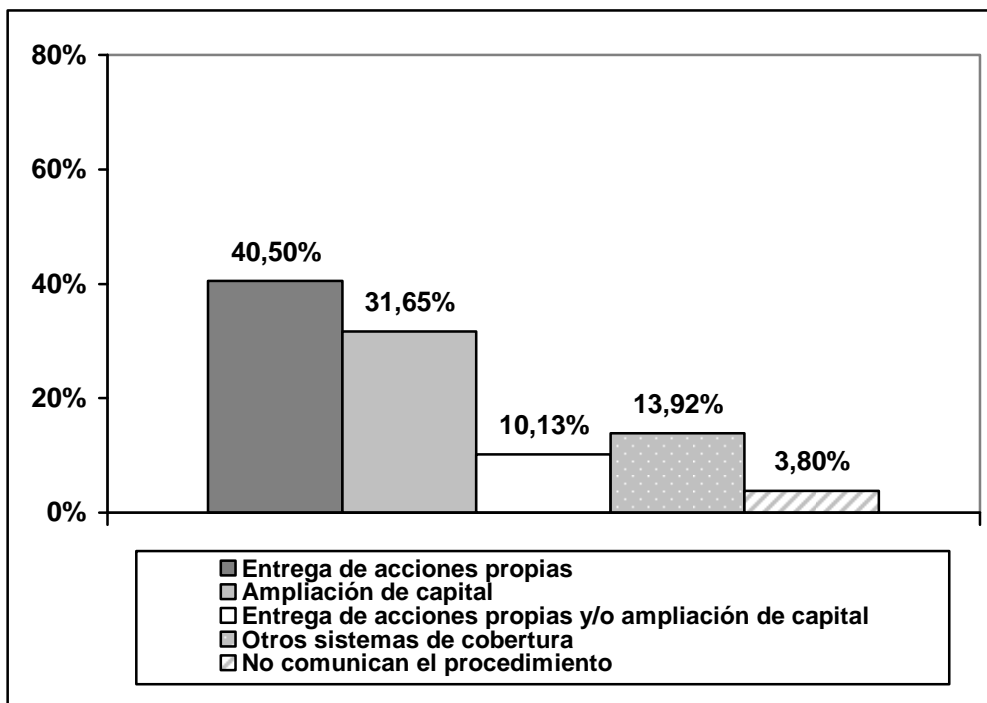
³⁵⁵ Se corresponden con los planes de: INDRA, S.A. (2000 y 2002), SOCIEDAD GENERAL AGUAS DE BARCELONA, S.A. (2001) y SOGECABLE (2003).

³⁵⁶ Por ejemplo, en el caso del Plan de Opciones sobre acciones establecido por la Sociedad General Aguas de Barcelona, S.A. (AGBAR) se recogía que la entidad financiera “*una vez recibida la oportuna comunicación de ejercicio de la opción de compra de AGBAR, solicitará a ésta la conversión de las acciones en cada caso afectadas en acciones ordinarias, para su posterior transmisión por AGBAR a los beneficiarios correspondientes (o, en su caso, para su venta en le mercado en el supuesto de que el beneficiario opte por la liquidación por diferencias), procediéndose a continuación por la sociedad a adoptar los acuerdos necesarios y a llevar a cabo las actuaciones precisas para convertir en acciones ordinarias las acciones rescatables respecto de las que se hubiese solicitado la conversión*” [SOCIEDAD GENERAL AGUAS DE BARCELONA, 2001, p. 18]. Por su parte, en el caso de INDRA, S.A. se recoge que “*las acciones rescatables podrán:*

- *ser convertidas en acciones ordinarias a medida que se vayan ejerciendo las opciones para las que sirven de cobertura financiera, o,*

En el 56% de los casos, cuyo sistema de cobertura ha sido la ampliación de capital, y que se corresponden con 14 de los 25 planes, se ha recurrido a utilizar como intermediario o agente a una o varias entidades financieras. De estos 14 planes, en 6 de los casos, también se ha contratado una permuta financiera o “*equity swap*” con dichas entidades.

GRÁFICO 5.8
PROCEDIMIENTOS DE COBERTURA DE LOS PLANES DE OPCIONES SOBRE ACCIONES



El 10,13% de los planes realizarán el sistema de cobertura a través de la entrega de acciones propias y/o ampliaciones de capital. El hecho de recoger ambos procedimientos viene originado por la ausencia, en el momento de la aprobación del plan de opciones sobre acciones, del sistema de cobertura que se utilizará y, en otros, porque se utilizarán ambos métodos de cobertura en función de las necesidades declaradas en el momento del ejercicio de las opciones.

- ser rescatadas por la sociedad para su posterior amortización, en caso de no ejercicio de dichas opciones.

En otro grupo de planes, que engloba 11 de los 79, se debe destacar 5 que realizan un contrato de “*equity swap*”, sin que se haya realizado ni ampliación de capital ni compra de las propias acciones en el momento de la formalización de dicho contrato. Entendemos que, en estos casos, la cobertura, con contrato de “*equity swap*”, tiene como objetivo permitir a la empresa, en el momento del ejercicio de las opciones, si es que se produce, disponer del efectivo necesario para llevar a cabo la compra de las propias acciones en el mercado o realizar la ampliación de capital al precio de ejercicio pactado sin sufrir pérdidas.

Del resto de planes, con sistemas de cobertura diferentes, hay 6 planes que se corresponden con los de ACS, S.A. (1999, 2000, 2004 y 2005), GAMESA, S.A. (2005) y RECOLETOS, S.A. (2000). En los planes establecidos por ACS, S.A. tan sólo se hace referencia a que se realizará un contrato con una entidad financiera, sin que podamos disponer de más información al respecto. En el plan establecido por GAMESA, S.A. (2005) se describe que se utilizará como sistema de cobertura la realización de un contrato de “*swap*”³⁵⁷ y “*forward*”³⁵⁸ con una entidad financiera. Por otra parte, RECOLETOS, S.A. (2000) llevará a cabo la cobertura mediante un depósito bancario pignorado³⁵⁹.

Por último, en 3 de los planes, que suponen el 3,8% del total de la muestra no se especifica, ni se ha podido determinar a través de la consulta de las cuentas anuales y de los folletos informativos, el procedimiento de cobertura que utilizarán cuando se produzca el ejercicio de las opciones sobre acciones.

³⁵⁷ Un contrato “*swap*” es un acuerdo privado entre dos empresas para el intercambio de flujos de tesorería futuros conforme a una fórmula preestablecida [Hull, 1996, p. 161].

³⁵⁸ Un contrato “*forward*” (o a plazo) es un contrato privado entre dos partes y, por lo tanto, no estandarizado, para comprar o vender un activo a un cierto precio en una fecha futura dada. Una de las partes asume una posición larga y acuerda comprar un activo en una fecha específica a un precio determinado. La otra parte, asume una posición en corta y acuerda vender el activo en la misma fecha por el mismo precio [Hull, 1996, p. 42].

³⁵⁹ Depósito bancario dejado en prenda como fianza de un préstamo. Para más información puede verse: Fínez Ratón, J. M. (1994): *Garantías sobre cuentas y depósitos bancarios. La prenda de créditos*. J. M. Bosch Editor, S.A. Barcelona. Págs. 250.

5.3.8. Modificaciones y cancelaciones de los planes.

Las diversas operaciones, producidas en el seno de una determinada empresa, podrían dar origen a modificaciones en las condiciones de los planes de opciones sobre acciones³⁶⁰, destacando algunas como las ampliaciones de capital, el desdoblamiento de acciones (“*split*”), el agrupamiento de acciones (“*reverse split*”), las fusiones entre empresas, el pago de dividendos, etc.

Las ampliaciones de capital y el split de acciones han sido los motivos más comunes en las empresas de nuestra muestra, derivando en la modificación de las condiciones de los planes de opciones sobre acciones, en especial, el precio de ejercicio y el número de opciones entregadas.

Las empresas que han comunicado a la CNMV o recogido en sus cuentas anuales variaciones en los planes, como consecuencia de la realización de ampliaciones de capital, han sido ARCELOR, S.A., SERVICE POINT SOLUTIONS, S.A., TAVEX ALGODONERA, S.A. y TELEFÓNICA, S.A. Estos casos suponen un porcentaje muy reducido sobre el total de ampliaciones de capital realizadas en el período 1999-2005³⁶¹ por parte de las empresas con planes de opciones sobre acciones en vigor, susceptibles de haber modificado las condiciones de los citados planes.

De los casos mencionados, sólo las empresas SERVICE POINT SOLUTIONS, S.A. y TAVEX ALGODONERA, S.A. han modificado las condiciones de sus planes en vigor como consecuencia de todas las ampliaciones de capital llevadas a cabo³⁶². En ambos casos se han utilizado las rectificaciones sobre el número de opciones y el precio de ejercicio utilizadas en los mercados organizados de opciones sobre acciones. Para las ampliaciones de capital liberadas, el número de opciones se multiplica por el cociente “acciones después/acciones antes” y, el precio de ejercicio, por el cociente inverso,

³⁶⁰ Ver epígrafe 3.3. *Operaciones societarias que pueden afectar a los planes de stock options.*

³⁶¹ Tras la consulta a las Bolsas de Madrid y Barcelona, hemos encontrado más de 100 ampliaciones de capital por parte de las empresas con planes de opciones sobre acciones en vigor susceptibles de haber realizado modificaciones sobre las condiciones de sus planes.

³⁶² En el caso de SERVICE POINT SOLUTIONS, S.A. llevó a cabo ampliaciones de capital en las siguientes fechas: junio y noviembre de 1999, septiembre de 2003 y julio de 2005. En todos los casos se modificaron el precio de ejercicio y el número de opciones. Por su parte, TAVEX ALGODONERA, S.A. realizó dos ampliaciones de capital liberadas en enero de 2002 y febrero de 2003, y ambas conllevaron modificaciones en las condiciones del plan de opciones.

“acciones antes/acciones después”. En el caso de ampliaciones parcialmente liberadas o con prima, el precio de ejercicio se obtiene de la siguiente forma [MEFF, 2006, p. 11]:

$$PE_n = PE_v \times \left(1 - \frac{VTD}{PC}\right)$$

Siendo:

PE_n = Precio de ejercicio nuevo.

PE_v = Precio de ejercicio anterior al ajuste.

VTD = Valor teórico del derecho de suscripción.

PC = Precio de cierre del activo subyacente en el día anterior al ajuste.

En cuanto al número de opciones se obtendrá de la siguiente forma, con el fin de mantener el valor nominal de las posiciones antes y después del ajuste [MEFF, 2006, p. 11]:

$$N_n = \frac{N_v}{1 - \frac{VTD}{PC}}$$

Siendo:

N_v = Número de acciones antes del ajuste.

N_n = Número de acciones después del ajuste.

En el caso de la realización de split, todas las empresas de la muestra³⁶³, con planes de opciones en vigor, han recogido modificaciones en los mismos para rectificar el perjuicio a los beneficiarios. Estas empresas han sido: ACS, S.A., CORTEFIEL, S.A., INDRA, S.A., TELEFÓNICA, S.A. y TELEFÓNICA, PUBLICIDAD E INFORMACIÓN, S.A. En todos los casos, el procedimiento de rectificación de las condiciones de los planes,

³⁶³ Se ha comprobado qué empresas con planes de opciones en vigor han realizado split de acciones en el período 1999-2005 a través de la consulta de los datos que proporcionan las Bolsas de Madrid y Barcelona, a través de sus respectivas páginas web, www.bolsamadrid.es y www.bolsabcn.es.

a efectos de tener en cuenta las operaciones de desdoblamiento de acciones, ha sido multiplicar el número de opciones entregadas por el cociente “acciones después de la ampliación/acciones antes” y, el precio de ejercicio, por el cociente inverso anterior, es decir, “acciones antes/acciones después de la ampliación”³⁶⁴.

También se han identificado dos casos de agrupamiento de acciones (“*reverse split*”) que, al igual que en los casos de split, han supuesto modificaciones en las condiciones de los planes de opciones sobre acciones. La empresa que realizó dichas operaciones fue SERVICE POINT SOLUTIONS, S.A. el 29/11/1999 en la proporción de 1 acción por cada 20 y, el 9/5/2005, en la proporción de 1 acción por cada 10. En ambos casos, se procedió a la modificación de las condiciones de los planes de opciones en vigor, aplicando el mismo procedimiento que el utilizado en el caso de split.

Con respecto al pago de dividendos, situación que puede provocar cierta desventaja para los beneficiarios de los planes de opciones sobre acciones, no es habitual que se modifiquen las condiciones³⁶⁵, al menos, cuando se trata de dividendos de carácter ordinario y recurrente. Sin embargo, cuando nos encontramos ante dividendos de carácter extraordinario, si la empresa opta por seguir las directrices aplicables a los mercados financieros de opciones sobre acciones, deberían llevarse a cabo ajustes en las condiciones de los planes de opciones sobre acciones.

No obstante, la realidad nos muestra que de los 7 casos en los que se han entregado dividendos con carácter extraordinario³⁶⁶, tan sólo ha habido 1 caso en el que se ha

³⁶⁴ Se utiliza el mismo procedimiento que en los mercados financieros de opciones sobre acciones.

³⁶⁵ En los mercados organizados de opciones sobre acciones el tratamiento dado a los dividendos es el siguiente:

- Los dividendos ordinarios y otras retribuciones a los accionistas asimilables al pago de dividendos no darán lugar a ajuste. Se entiende por tales:
 - El inicio de un pago periódico y recurrente.
 - El cambio de un pago periódico y recurrente en formar de dividendos por otra denominación con el mismo carácter.
 - La repetición de retribuciones a los accionistas contra cuentas de fondos propios con carácter periódico y recurrente.
- Los dividendos extraordinarios y otras retribuciones a los accionistas no asimilables al pago de dividendos ordinarios, se ajustarán por el importe del dividendo considerado excepcional y no periódico.

³⁶⁶ Estos casos son : ALTADIS, S.A. (aprobado el 1/6/2001 por un importe bruto de 0,56€), INDITEX, S.A. (aprobados el 22/7/2004 y el 21/7/2005 por un importe de 0,21 y 0,18€, respectivamente), INDRA, S.A. (aprobado el 15/2/2005 por importe de 0,326€), RECOLETOS, S.A. (aprobado el 29/12/2003 por importe de

producido la modificación de las condiciones de los planes de opciones entregadas, que fue el caso de RECOLETOS, S.A.

Diferente y especial fue el caso de JAZZTEL, P.L.C. que aprobó, el 20 de Marzo de 2003, llevar a cabo una modificación del precio de ejercicio de las opciones de todos sus planes de opciones vigentes a esa fecha (a excepción del Plan 2002 que fue cancelado directamente). Entre los principales motivos de la modificación se encuentran: la caída del valor de sus acciones y la reestructuración de la deuda³⁶⁷, llevada a cabo por la empresa durante el año 2003 [Diario El País, 27/4/2003]. Esta modificación se conoce con el nombre de “*repricing*” y, a pesar de ser una práctica común en EEUU, en España no ha sido frecuente su utilización, al tener que contar con la aprobación por parte de la Junta de Accionistas. Además, estos cambios no son vistos con buenos ojos al ponerse en tela de juicio el objetivo incentivador de los planes [Grein *et al.*, 2003, p. 5].

Otras modificaciones efectuadas en los planes son los cambios de empresas que están obligadas a llevarlo a término. Del total de los planes de la muestra, 3 planes de opciones sobre acciones han cambiado de titulares. Con respecto a los planes que aprobó BODEGAS Y BEBIDAS, S.A. en los años 1999 y 2001, como consecuencia de la OPA lanzada por Allied Domecq España, S.A. el 8 de noviembre de 2001, pasaron a ser titularidad de ésta última al recoger en el folleto de la OPA que respetaría “*el programa de opciones para la adquisición de acciones por parte de los directivos de BODEGAS y BEBIDAS, S.A. en los términos en que están definidos por la sociedad*” [BODEGAS Y BEBIDAS, 2001, p. 8].

En el caso de TERRA NETWORKS, S.A. (1999), el 23 de febrero de 2005, se fusionó por absorción con Telefónica, S.A. De acuerdo con lo manifestado en el proyecto de fusión, Telefónica sucedió a TERRA NETWORKS, S.A. como entidad obligada en virtud de los planes de opciones sobre acciones existentes en esta compañía, como sociedad absorbida de la fusión, modificados según la relación de canje de la fusión (2

0,4982€), SACYR VALLEHERMOSO, S.A. (aprobado el 16/10/2003 por importe de 0,12€) y TELEFÓNICA MOVILES, S.A. (aprobado el 18/6/2003 por importe de 0,175€).

³⁶⁷ Según la información recogida en las Cuentas Anuales de 2003, JAZZTEL, P.L.C. emitió durante 2003 bonos convertibles en acciones por valor de 75.000.000 €, que devengan un tipo de interés anual del 12% pagadero semestralmente en metálico o en especie (nuevos bonos convertibles o acciones ordinarias) a elección de JAZZTEL, PLC. Y con vencimiento el 31 de diciembre de 2012. Dichos bonos son convertibles

acciones de TELEFÓNICA, S.A. por 9 acciones de TERRA NETWORKS, S.A.) [TERRA NETWORKS, S.A., 2005, p. 7].

En cuanto a las cancelaciones de los diferentes planes de opciones sobre acciones, se tiene conocimiento de que 11 de los 79 planes de opciones sobre acciones de la muestra no han llegado a su fin como consecuencia de la cancelación de los mismos anticipadamente.

En 8 de los casos, la cancelación se debe a la realización de respectivas OPAS de exclusión que se corresponden con los planes llevados a cabo por AMADEUS, IT GROUP (con respecto a los 6 planes que puso en vigor en el período estudiado), CORTEFIEL, S.A. (1999) y TRANSPORTES AZKAR, S.A. (2001).

De los 3 planes de opciones sobre acciones restantes, en 2 de ellos, el motivo de la cancelación fueron sendas OPAS lanzadas sobre las respectivas sociedades, que se corresponden con los planes de RECOLETOS, S.A. (2000) y TESTA INMUEBLES EN RENTA, S.A. (2000). Por último, CIE AUTOMOTIVE, S.A. (2002) comunicó a la CNMV, el 2 de agosto de 2004, que había procedido a suscribir con los beneficiarios un documento de resolución de los contratos de concesión de opciones sobre acciones, considerándose, por tanto, liquidados los derechos reconocidos [CIE AUTOMOTIVE, 2004, p. 1].

5.4. NIIF 2: APLICACIÓN E IMPACTO EN LAS CUENTAS ANUALES DE 2005

Para llevar a cabo el estudio del impacto de la NIIF 2 en las cuentas anuales, tan sólo se dispone de 14 empresas que han utilizado esta normativa por tener planes establecidos con posterioridad al 7 de noviembre de 2002 y estar obligadas a elaborar estados financieros consolidados, dicha cuantía supone el 74% con respecto a la muestra inicial de empresas.

El efecto que ha provocado la utilización de esta nueva norma sobre los estados financieros se analizará desde tres puntos de vistas: en primer lugar, análisis de las

en acciones ordinarias equivalentes al 17,5% del capital social ordinario diluido de JAZZTEL, PLC. En el momento del acuerdo e incluye cláusulas antidilusivas [JAZZTEL, PLC., 2003, p. 10].

características de los planes de opciones sobre acciones en la información recogida en la Memoria, en base a los requerimientos establecidos en la normativa internacional, lo que nos permitirá determinar el grado de cumplimiento de la misma; en segundo lugar, análisis de cómo ha influido en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias el reconocimiento de un nuevo gasto, así como el procedimiento utilizado para el cálculo del citado gasto; y, en tercer lugar, análisis del impacto que la inclusión del gasto ha tenido sobre el cálculo de los beneficios por acción (básicos y diluidos), ratio de carácter obligatorio con la nueva normativa, así como el impacto que haya podido tener en otros ratios relevantes de vinculación directa con los gastos de personal.

5.4.1. Impacto en la Memoria: información suministrada.

A los efectos del análisis y comparación de la información incluida en la Memoria por parte de las empresas afectadas por la NIIF 2, se ha dividido la información en los siguientes bloques:

- Descripción del plan de opciones sobre acciones.
- Número y media ponderada de los precios de ejercicio de las opciones.
- Determinación del valor razonable.
- Variables del modelo.

Para cada una de las empresas de la muestra final y de los datos requeridos, según la NIIF 2, se ha recogido “SI” cuando incluyen dicha información en la Memoria y “NO” cuando no aparece recogida en dicho estado o bien, aún apareciendo dicha información, aquella no está completa.

5.4.1.1. Descripción del plan de opciones sobre acciones.

En el primer bloque, en la descripción del plan o de los planes de opciones sobre acciones existentes durante el ejercicio se ha incluido la información requerida en relación con la descripción del acuerdo de pago basado en opciones respecto al plazo máximo de

las opciones, los requerimientos para la irrevocabilidad³⁶⁸ de los derechos, es decir, los requisitos que deben cumplir los beneficiarios para poder adquirir las opciones, y el método de liquidación.

Hay que puntualizar que la normativa hace referencia a “*todo acuerdo (...) que haya existido a lo largo del ejercicio*” [NIIF 2, 2005, párrafo 45.a)], lo cual debe interpretarse que se refiere a todos los planes vigentes en un determinado ejercicio aunque se hayan aprobado en ejercicios anteriores.

La información relativa a los aspectos anteriormente mencionados aparece recogida en el *Cuadro 5.7*. En términos generales, se puede afirmar que la mayoría de las empresas no recogen toda la información requerida.

En cuanto al plazo máximo de las opciones, esta información es la que presenta un mayor porcentaje de inclusión por parte de las empresas de la muestra, ya que el 100% de aquéllas la incluyen en la memoria. En este punto, habría que matizar que la normativa no exige que se recoja y distinga entre período de carencia y período de ejercicio, con la única exigencia de recoger el plazo máximo, es decir, la vida total de la opción. Dicho vacío normativo puede ser criticable en la medida en que sería interesante que los accionistas y demás agentes sociales pudiesen conocer exactamente el período de ejercicio para cada uno de los planes puestos en marcha por la empresa ya que a mayor período, mayores posibilidades de obtener beneficios por parte de los partícipes de los planes. Además, es en el período de ejercicio, en el que se producirá la dilución de la participación de los accionistas (ya sea por la ampliación de capital o por la puesta en circulación de acciones en autocartera).

En la práctica, a pesar de esta falta de exigencia por parte de la normativa, las empresas recogen la fecha de aprobación del plan y el período de ejercicio, ambos datos permiten determinar la vida máxima de la opción.

³⁶⁸ Según la NIIF 2, se entiende por requerimientos para la irrevocabilidad [NIIF 2, 2005, Apéndice A]: “*las condiciones que debe cumplir la otra parte para conseguir el derecho irrevocable a recibir efectivo, otros activos o instrumentos de patrimonio de la entidad, según un acuerdo de pagos basados en acciones. Entre las condiciones para lograr la irrevocabilidad (o consolidación) del derecho se incluyen algunas sobre prestación de servicios, que requieren de la otra parte, que complete un determinado periodo de prestación de servicios, y algunas condiciones de rendimiento, que requieren alcanzar determinados objetivos de*

CUADRO 5.7
INFORMACIÓN REQUERIDA POR LA NIIF 2 SOBRE LA DESCRIPCIÓN DEL
ACUERDO DE PAGO BASADO EN ACCIONES

Panel A. Información requerida por la NIIF 2 sobre descripción del acuerdo

	Plazo de las opciones	Requerimientos para la irrevocabilidad de los derechos	Método de liquidación
SI	100%	35,71%	21,43%
NO	0%	64,29%	78,57%

Panel B. Información requerida por la NIIF 2 sobre descripción del acuerdo por empresas

EMPRESA	Plazo de las opciones	Requerimientos para la irrevocabilidad de los derechos	Método de liquidación
ACS	SI	SI	SI
ARCELOR	SI	NO	NO
BSCH	SI	NO*	NO
CINTRA	SI	SI	NO
GAMESA	SI	SI	SI
TELECINCO	SI	NO	NO
G. FERROVIAL	SI	SI	NO
IBERIA	SI	NO	SI
INDRA	SI	NO	NO
JAZZTEL	SI	NO	NO
NATRA	SI	NO	NO
NATRACEUTICAL	SI	NO	NO
PRISA	SI	NO	NO
ZELTIA	SI	SI	NO

(*) A pesar de que recoge las condiciones a cumplir para el plan otorgado durante el ejercicio 2005, no hace referencia a las condiciones que deben cumplir los beneficiarios del resto de los planes vigentes durante el ejercicio 2005 y establecidos en ejercicios anteriores.

rendimiento (tales como un determinado aumento en el beneficio de la entidad a lo largo de un determinado periodo de tiempo).

Por lo que respecta a las condiciones que deben cumplir los beneficiarios para que las opciones sean irrevocables, el 64,29% de las empresas no recogen información completa sobre tales condiciones en la memoria. Dentro de este porcentaje, hay un 28,57% de los casos en los que se recoge que la entrega definitiva de las opciones estará sujeta al cumplimiento de objetivos personales, departamentales o corporativos, sin que, en ningún caso, se especifique cuáles son dichos objetivos³⁶⁹.

Tan sólo en el 7,14% de los casos, se ha recogido expresamente la condición de que el beneficiario debe seguir prestando sus servicios dentro de la empresa como requisito para poder ejercitar las opciones. Es especialmente destacable que dicha condición que se da en la mayoría de los planes de opciones sobre acciones establecidos, no se haya recogido dentro de la información sobre las condiciones del plan que aparece en la Memoria.

Por último, el método establecido a los efectos de la liquidación de las opciones sobre acciones, ya sea en acciones a cambio del pago del precio de ejercicio o por diferencias, tampoco es recogido por el 78,57% de las empresas de la muestra. En estos casos, también se presenta, como interesante, que los accionistas dispongan de la información sobre el método de liquidación que se empleará, ya que no es lo mismo que la liquidación se realice con dinero (lo que puede afectar al cobro de sus dividendos) o con acciones (que puede diluir su participación).

5.4.1.2. Número y media ponderada de los precios de ejercicio de las opciones.

En cuanto a la información requerida sobre el número y media ponderada de los precios de ejercicio de las opciones, la NIIF 2 exige la recogida de dicha información para las opciones existentes al comienzo del ejercicio, las concedidas, anuladas, ejercidas y

³⁶⁹ La empresa CINTRA, S.A. recoge que el ejercicio de las opciones se podrá realizar siempre que se cumplan unas tasas mínimas de rentabilidad exigidas [CINTRA, S.A., 2006, p. 94]. La empresa GAMESA, S.A. recoge que el ejercicio de las opciones queda sujeto al cumplimiento de los objetivos anuales individuales de los beneficiarios durante el periodo 2005-2007 [GAMESA, S.A., 2006, p. 30]. La empresa GRUPO FERROVIAL, S.A. establece que el ejercicio de las opciones se podrá realizar siempre que se cumplan unas tasas mínimas de rentabilidad sobre fondos propios consolidados del grupo [GRUPO FERROVIAL, S.A., 2006, p. 128]. Por último, la empresa ZELTIA, S.A. recoge que el recibimiento de las opciones por parte de los beneficiarios propuestos está sujeto al cumplimiento de sus objetivos [ZELTIA, S.A., 2006, p. 62].

caducadas durante el ejercicio, y las existentes y ejercitables al final del periodo [NIIF 2, 2005, párrafo 45b)].

En base a los resultados obtenidos, los datos más proporcionados son el número de opciones concedidas durante el ejercicio y el precio de ejercicio de las mismas (85,71% de los casos para ambos datos). Por el contrario, los datos menos proporcionados son el número de opciones ejercitables al final del ejercicio y el precio de ejercicio de las mismas (en el 92,86% de los casos para ambos datos).

Respecto a los datos relacionados con las opciones anuladas y caducadas, la mayoría de las empresas de la muestra no distinguen entre ambos conceptos, incluyendo la diferencia entre las opciones inicialmente previstas y las que finalmente están en circulación, indistintamente en cualquiera de los conceptos anteriores.

Se entiende que, cuando la normativa habla de opciones anuladas, se refiere a las opciones que finalmente no se entregan con respecto a las que inicialmente se habían previsto (por ejemplo, como consecuencia del incumplimiento de las condiciones exigidas a los beneficiarios), y como caducadas, las opciones que habiéndose entregado, no se ejercitan en el periodo establecido por parte de los beneficiarios. La no distinción entre ambos tipos de opciones, impide que se conozca el número total de opciones finalmente entregadas a los beneficiarios de los planes y que se puede obtener por diferencia entre las opciones concedidas y las anuladas. Diferentes son las opciones caducadas, que habiéndose entregado a sus beneficiarios, aquéllos deciden no ejercitar durante el periodo pertinente, debido, en la mayoría de los casos, a que el precio de ejercicio es superior al valor de cotización en ese momento. También podría darse el caso de que el beneficiario no disponga del dinero necesario para llevar a cabo el pago del precio de ejercicio.

CUADRO 5.8

INFORMACIÓN REQUERIDA POR LA NIIF 2 SOBRE EL NÚMERO Y MEDIA PONDERADA DE LOS PRECIOS DE EJERCICIO DE LAS OPCIONES (I)

Panel A. Información requerida por la NIIF 2 sobre el número y media ponderada de los precios de ejercicio de las opciones

	Existentes al comienzo del ejercicio		Concedidas durante el ejercicio		Anuladas durante el ejercicio		Ejercidas durante el ejercicio	
	Nº	Precio	Nº	Precio	Nº	Precio	Nº	Precio
SI	42,86%	28,57%	85,71%	85,71%	28,57%	21,43%	35,71%	21,43%
NO	57,14%	71,43%	14,29%	14,28%	71,43%	78,57%	64,29%	78,57%

Panel B. Información requerida por la NIIF 2 sobre el número y media ponderada de los precios de ejercicio de las opciones por empresas

EMPRESA	Existentes al comienzo del ejercicio		Concedidas durante el ejercicio		Anuladas durante el ejercicio		Ejercidas durante el ejercicio	
	Nº	Precio	Nº	Precio	Nº	Precio	Nº	Precio
ACS	NO	NO	SI	SI	NO	NO	NO	NO
ARCELOR	SI	NO	SI	SI	SI	NO	SI	NO
BSCH	SI	SI	SI	SI	NO	NO	SI	SI
CINTRA	NO	NO	SI	SI	NO	NO	NO	NO
GAMESA	NO	NO	SI	SI	NO	NO	NO	NO
TELECINCO	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
G. FERROVIAL	SI	NO	SI	SI	NO	NO	SI	NO
IBERIA	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO
INDRA	SI	SI	SI	SI	SI	SI	NO	NO
JAZZTEL	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
NATRA	NO	NO	SI	SI	NO	NO	NO	NO
NATRACEUTICAL	NO	NO	SI	SI	NO	NO	NO	NO
PRISA	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO
ZELTIA	NO	NO	SI	SI	NO	NO	NO	NO

CUADRO 5.9

INFORMACIÓN REQUERIDA POR LA NIIF 2 SOBRE EL NÚMERO Y MEDIA PONDERADA DE LOS PRECIOS DE EJERCICIO DE LAS OPCIONES (II)

Panel A. Información requerida por la NIIF 2 sobre el número y media ponderada de los precios de ejercicio de las opciones

	Caducadas durante el ejercicio		Existentes al final del ejercicio		Ejercitables al final del ejercicio	
	Nº	Precio	Nº	Precio	Nº	Precio
SI	21,43%	14,29%	57,14%	56,14%	7,14%	7,14%
NO	78,57%	85,71%	56,14%	57,14%	92,86%	92,86%

Panel B. Información requerida por la NIIF 2 sobre el número y media ponderada de los precios de ejercicio de las opciones por empresas

EMPRESA	Caducadas durante el ejercicio		Existentes al final del ejercicio		Ejercitables al final del ejercicio	
	Nº	Precio	Nº	Precio	Nº	Precio
ACS	NO	NO	NO	NO	NO	NO
ARCELOR	SI	NO	SI	NO	NO	NO
BSCH	NO	NO	SI	SI	NO	NO
CINTRA	NO	NO	NO	NO	NO	NO
GAMESA	NO	NO	NO	NO	NO	NO
TELECINCO	SI	SI	SI	SI	NO	NO
G. FERROVIAL	NO	NO	SI	NO	NO	NO
IBERIA	NO	NO	SI	SI	NO	NO
INDRA	NO	NO	SI	SI	NO	NO
JAZZTEL	SI	SI	SI	SI	SI	SI
NATRA	NO	NO	NO	NO	NO	NO
NATRACEUTICAL	NO	NO	NO	NO	NO	NO
PRISA	NO	NO	SI	SI	NO	NO
ZELTIA	NO	NO	NO	NO	NO	NO

5.4.1.3. Determinación del valor razonable.

La información requerida por la normativa internacional en relación con la determinación del valor razonable hace referencia al valor razonable medio de las opciones concedidas durante el ejercicio, al modelo de valoración de opciones usado durante el ejercicio, así como al gasto total reconocido por pagos basados en acciones [NIIF 2, 2005, párrafos 47 y 51].

El 85,71% de las empresas no incluyen el valor razonable medio de las opciones concedidas durante el ejercicio. Este hecho impide realizar comparaciones entre los valores obtenidos por parte de las diferentes empresas de la muestra.

En cuanto al modelo de valoración de opciones usado durante el ejercicio, en el 50% de los casos no se especifica, desconociendo el modelo empleado para calcular el gasto asociado a la entrega de opciones sobre acciones.

Este porcentaje es muy elevado con respecto a los resultados obtenidos en estudios realizados en otros países. Por ejemplo, en el estudio realizado por Maris *et al.* [2003] sobre una muestra de 93 empresas de EEUU, el 22,5% no indicó el método de valoración utilizado.

En el estudio realizado por Street y Cereola [2004] sobre una muestra de 291 empresas de Australia, Inglaterra, Canadá, Francia, Alemania, Japón e Irlanda que cotizan en los mercados de valores norteamericanos (NYSE y NASDAQ), se obtuvo que cerca del 20% no comunicaron el modelo utilizado para llevar a cabo la valoración de las opciones sobre acciones.

CUADRO 5.10
INFORMACIÓN REQUERIDA POR LA NIIF 2 SOBRE LA DETERMINACIÓN DEL VALOR RAZONABLE

<i>Panel A. Información requerida por la NIIF 2 sobre la determinación del valor razonable</i>			
	Valor razonable medio de las opciones concedidas durante el ejercicio	Modelo de valoración de opciones usado durante el ejercicio	Gasto total reconocido por pagos basados en acciones
SI	14,29%	50%	100%
NO	85,71%	50%	0%
<i>Panel B. Información requerida por la NIIF 2 sobre la determinación del valor razonable por empresas</i>			
EMPRESA	Valor razonable medio de las opciones concedidas durante el ejercicio	Modelo de valoración de opciones usado durante el ejercicio	Gasto total reconocido por pagos basados en acciones
ACS	NO	NO	SI
ARCELOR	NO	SI	SI
BSCH	NO	NO	SI
CINTRA	NO	SI	SI
GAMESA	NO	NO	SI
TELECINCO	SI	SI	SI
G. FERROVIAL	NO	SI	SI
IBERIA	NO	SI	SI
INDRA	NO	SI	SI
JAZZTEL	NO	NO	SI
NATRA	NO	NO	SI
NATRACEUTICAL	NO	NO	SI
PRISA	NO	NO	SI
ZELTIA	SI	SI	SI

Por el contrario, en todos los casos analizados, sí se especifica el gasto total reconocido como consecuencia de la aplicación de la NIIF 2, al objeto de valorar los planes

de opciones sobre acciones entregados a administradores, directivos y/o empleados y que pasa a formar parte de los “Gastos de personal”.

Sin embargo, dicha información no es muy útil, puesto que se desconoce cómo se ha calculado. Además, no se recoge ni cuál es el valor razonable, ni el método utilizado para su cálculo ni, mucho menos, como veremos a continuación, el valor de las variables utilizadas.

La explicación a esta falta de información podría ser la ausencia de tradición en nuestro país en el uso de los métodos de cálculo de las opciones financieras. Sin embargo, en EEUU a pesar que el reconocimiento del gasto ha pasado a ser de obligatoria observancia también a partir del año 2005, con la SFAS 123 (R), su cálculo e inclusión en las notas a los estados financieros ya venía exigida en la normativa anterior, por lo que existe una tradición de más de una década en el uso de los modelos de valoración de opciones.

Otro motivo podría ser que los estados financieros estudiados, correspondientes al ejercicio 2005, son los primeros que se elaboran utilizando las normas internacionales. Esto ha supuesto un amplio esfuerzo y trabajo adicional para las empresas. Así pues, el cambio de normas contables, unido al hecho de que las normas internacionales son muchos más exigentes en cuanto a la información a incluir en la memoria, requiera de unos años de adaptación por parte de las empresas para su cumplimiento completo.

5.4.1.4. Variables del modelo.

La normativa exige que se incluya en la memoria información sobre las variables utilizadas en el modelo de valoración de opciones. Dichas variables son las siguientes: precio medio ponderado de la acción³⁷⁰; el precio de ejercicio; la volatilidad esperada, con especial referencia tanto al valor utilizado como a la política usada para determinarla y una explicación del procedimiento seguido en el caso de haber utilizado la volatilidad histórica; la vida de la opción; hipótesis incorporadas para incluir el ejercicio anticipado; tasa de

³⁷⁰ Entendemos que la normativa al exigir el precio medio ponderado de la acción hace referencia al precio medio en el momento de la entrega de las opciones, que es la variable que se viene utilizando en los modelos de valoración de opciones.

dividendos esperados; tipo de interés libre de riesgo y si se han recogido otras características diferentes a las anteriores en el modelo de valoración [NIIF 2, 2005, párrafo 47a)].

En el 85,71% de los casos no se ha recogido información sobre las siguientes variables: el precio medio ponderado de las acciones subyacentes, el valor de la volatilidad esperada y la vida de la opción utilizada en el modelo de valoración.

La volatilidad es la variable más susceptible de ser manipulada [Franz, 1994, p. 5; Wayman, 2003, p. 1] y cuyo efecto sobre el valor de las opciones es directo, en el marco de los modelos de valoración de opciones, ya que a mayor volatilidad, mayor valor de las opciones y viceversa [Barbat *et al.*, 2000, p. 14; Borrego y García, 2002, p. 260; Lang, 2004, p. 41]. De hecho, es la variable sobre la que la normativa internacional hace mayor hincapié, al exigir que se recoja cómo se calcula y una explicación en el caso de fundamentarse en la volatilidad histórica.

Podría pensarse que las empresas estarían interesadas en recoger una volatilidad baja para obtener un menor valor razonable y así, recoger un menor coste en la cuenta de pérdidas y ganancias. De hecho, en EEUU, según el estudio realizado por Johnston [2006] con 43 empresas que reconocieron voluntariamente el gasto ocasionado por los planes de opciones sobre acciones en el año 2002 frente a otras 43 empresas que sólo lo recogieron en las notas en el mismo período, el resultado mostró que las primeras reconocieron un gasto más a la baja que las segundas, debido, en gran medida, a que aquéllas recogieron un nivel más bajo de volatilidad en el modelo de valoración de opciones. A similares conclusiones llegaron Robinson y Burton [2004] en su estudio realizado con una muestra de 97 empresas que reconocieron voluntariamente el gasto en la cuenta de pérdidas y ganancias frente a otras tantas empresas que sólo lo incluyeron en las notas. En este caso, se constata que las empresas, que optaron por reconocer el gasto voluntariamente, recogen un gasto inferior al resto de las empresas, diferencia fundamentalmente atribuida, en este caso, más que a las diferencias en las volatilidades, a las diferencias en la media de la tasa esperada de dividendos.

El único dato suministrado por el total de la muestra es el precio de ejercicio de las distintas opciones concedidas, dato suministrado, en la mayoría de los casos, en el marco

de las características del plan de opciones y no como variable utilizada en el modelo de valoración de opciones.

CUADRO 5.11
INFORMACIÓN REQUERIDA POR LA NIIF 2 SOBRE LAS
VARIABLES DEL MODELO (I)

Panel A. Información requerida por la NIIF 2 sobre las variables del modelo

	Precio medio ponderado de la acción	Precio de ejercicio	Volatilidad esperada			Vida de la opción
			Valor	Criterio usado para establecer su valor	Cómo se ha determinado la volatilidad histórica	
SI	14,29%	100%	14,29%	21,43%	7,14%	14,29%
NO	85,71%	0%	85,71%	78,57%	92,86%	85,71%

Panel B. Información requerida por la NIIF 2 sobre las variables del modelo por empresas

EMPRESA	Precio medio ponderado de la acción	Precio de ejercicio	Volatilidad esperada			Vida de la opción
			Valor	Criterio usado para establecer su valor	Cómo se ha determinado la volatilidad histórica	
ACS	NO	SI	NO	NO	NO	NO
ARCELOR	SI	SI	SI	SI	NO	SI
BSCH	NO	SI	NO	NO	NO	NO
CINTRA	NO	SI	NO	NO	NO	NO
GAMESA	NO	SI	NO	NO	NO	NO
TELECINCO	NO	SI	NO	NO	NO	SI
G. FERROVIAL	NO	SI	NO	NO	NO	NO
IBERIA	SI	SI	SI	SI	SI	NO
INDRA	NO	SI	NO	NO	NO	NO
JAZZTEL	NO	SI	NO	NO	NO	NO
NATRA	NO	SI	NO	NO	NO	NO
NATRACEUTICAL	NO	SI	NO	NO	NO	NO
PRISA	NO	SI	NO	NO	NO	NO
ZELTIA	NO	SI	NO	SI	NO	NO

En referencia a las hipótesis hechas para incorporar los efectos del ejercicio anticipado, tan sólo una empresa incluye cierta información al respecto. Esta empresa es GESTEVISIÓN TELECINCO, S.A. que recoge que tendrá en cuenta el periodo “*vesting*” lo cual es interpretado que de esta forma está considerando el ejercicio anticipado, al tomar como vida de la opción el período de fidelización, que es de 3 años considerando, por tanto, que tras dicho periodo los beneficiarios ejercitarán la opción. A esta empresa, se le podrían añadir dos más (CINTRA, S.A. y GRUPO FERROVIAL, S.A.) que asumen que tendrán en cuenta el ejercicio anticipado en la aplicación del modelo de valoración, pero que, sin embargo, no explican de qué forma lo harán.

En cuanto a los dividendos esperados y el tipo de interés libre de riesgo, que son variables utilizadas en los modelos de valoración de opciones, en el 85,71% de los casos tampoco aparecen anotadas en las cuentas anuales. Tan sólo dos empresas recogen sus valores, que son ARCELOR, S.A. e IBERIA, S.A.

En cuanto a la inclusión de otras características, diferentes a las anteriores, en el 78,57% de las empresas no recogen otras características para la realización de la valoración de las opciones, lo que no significa que no las hayan considerado.

La empresa INDRA, S.A. indica que irá ajustando el importe que se contabiliza en gastos en función de la estimación del número de beneficiarios que van a cumplir las condiciones de la concesión [INDRA, 2006, p. 11], lo que supondrá ir adaptando el número de opciones y no el valor razonable obtenido.

De forma similar a la anterior, JAZZTEL, PLC establece que revisará los supuestos relativos a la estimación del número de opciones que serán finalmente ejercitadas [JAZZTEL, 2006, p. 38].

Por otra parte, la empresa ZELTIA, S.A. señala que para calcular el gasto de personal tendrá en cuenta el número de empleados esperados de permanencia en el grupo, prestando servicios hasta el término del período del devengo, para lo cual utilizará la tasa de rotación del personal adscrito a los planes de incentivos [ZELTIA, 2006, p. 26].

CUADRO 5.12
INFORMACIÓN REQUERIDA POR LA NIIF 2 SOBRE LAS
VARIABLES DEL MODELO (II)

<i>Panel A. Información requerida por la NIIF 2 sobre las variables del modelo</i>				
	Hipótesis para incorporar el ejercicio anticipado	Dividendos esperados	Tipo de interés libre de riesgo	Inclusión de otras características
SI	7,14%	14,29%	14,29%	21,43%
NO	92,86%	85,71%	85,71%	78,57%

<i>Panel B. Información requerida por la NIIF 2 sobre las variables del modelo por empresas</i>				
EMPRESA	Hipótesis hechas para incorporar el ejercicio anticipado	Dividendos esperados	Tipo de interés libre de riesgo	Inclusión de otras características
ACS	NO	NO	NO	NO
ARCELOR	NO	SI	SI	NO
BSCH	NO	NO	NO	NO
CINTRA	NO*	NO	NO	NO
GAMESA	NO	NO	NO	NO
TELECINCO	SI	NO	NO	NO
G. FERROVIAL	NO*	NO	NO	NO
IBERIA	NO	SI	SI	NO
INDRA	NO	NO	NO	SI
JAZZTEL	NO	NO	NO	SI
NATRA	NO	NO	NO	NO
NATRACEUTICAL	NO	NO	NO	NO
PRISA	NO	NO	NO	NO
ZELTIA	NO	NO	NO	SI

(*) A pesar de que recogen que tendrán en cuenta el ejercicio anticipado para la valoración de las opciones, no indican cómo lo harán.

La falta de información suministrada de las variables utilizadas a la hora de la valoración de las opciones, unido al hecho que la mitad de las empresas de la muestra, en este caso, no indican el modelo de valoración utilizado, acrecienta las dudas sobre la manipulación de datos o no, ya que de por sí, la valoración de las opciones viene estando

en el punto de mira de la doctrina norteamericana [Franz, 1994; Wayman, 2003]. Este es un tema especialmente susceptible a la manipulación, al depender de la estimación de diversas variables, especialmente la referente a la volatilidad de las acciones [Rubinstein, 1994; Apostolou y Crumbley, 2005; Bulow y Shoven, 2005; Johnston, 2006]. Dichas dudas podrían disiparse si las empresas suministrasen fiel información sobre los valores de las variables que han utilizado para llevar a cabo la valoración y una explicación del por qué han utilizado esos valores y no otros.

5.4.2. Impacto en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias: reconocimiento del gasto y forma de cálculo.

Está claro que la nueva normativa recogida en la NIIF 2 [2004], que obliga a que las empresas reconozcan un gasto como consecuencia de la entrega de opciones sobre acciones a sus empleados, provocará un impacto en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias de las empresas que utilicen este sistema retributivo al registrar un gasto no previsto. Sin embargo, queda por determinar si ese impacto en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias es significativo o no.

En primer lugar, se ha procedido a calcular el incremento porcentual de los gastos de personal, al reconocer las opciones sobre acciones como un montante más mediante la comparación entre las cuantías totales con o sin tener en cuenta dichos gastos, aplicando la siguiente fórmula (adaptado de Ikëheimo *et al*, 2006 y ter Horst y Veld, 2003):

$$\text{Variación (\%)} = \frac{\text{Gastos personal}_{NIIF2} - \text{Gastos personal}}{\text{Gastos personal}} \times 100$$

Siendo:

$\text{Gastos de personal}_{NIIF2}$ = Según datos recogidos en las Cuentas Anuales Consolidadas de cada una de las empresas una vez aplicada la NIIF 2.

Gastos de personal = Variable ajustada restando a los “Gastos de personal” recogidos en las Cuentas Anuales Consolidadas, el gasto recogido por la entrega de opciones sobre acciones.

La media obtenida para el total de la muestra del incremento de los gastos de personal ha sido de aproximadamente un 1,9% (ver *Cuadro 5.14*), pero la desviación de la muestra es de 5,74, por lo que hay una gran dispersión de los valores. De ahí que la observación de los resultados obtenidos de forma individual nos ha llevado a replantearnos dicha media sin tener en cuenta una de las empresas, JAZZTEL, ya que sus gastos de personal durante el ejercicio 2005 se han incrementado un 21,76%, al incluir los gastos derivados de la concesión de opciones sobre acciones, valor que difiere mucho con respecto al resto. Si eliminamos este dato, la media de lo que se ha incrementado durante el ejercicio 2005 los gastos de personal para el resto de las empresas varía sustancialmente, pasando a ser del 0,36%, media que se corresponde más con la realidad.

Es posible que dicho incremento sea superior en el ejercicio 2006, ya que en el año 2005, en cerca del 30% de los casos, el gasto reconocido por estos planes no recogieron un año completo, al haberse aprobado y puesto en marcha a mediados del año, reconociendo sólo el gasto por la parte proporcional de los meses transcurridos.

Estos casos son: CINTRA, S.A., que puso en marcha el plan el 20/9/2005; GAMESA, S.A., que puso en marcha el plan el 5/5/2005; y las empresas NATRA, S.A. y su filial NATRACEUTICAL, que los pusieron en marcha el 29/6/2005.

CUADRO 5.13
INCREMENTO DE LOS GASTOS DE PERSONAL COMO CONSECUENCIA DE LA APLICACIÓN DE LA NIIF 2

<i>Panel A. Media del incremento de los gastos de personal</i>			
	Media (%)	Mediana (%)	Desviación Típica
N= 14	1,891	0,289	5,743
N= 13 (Eliminando Jazztel)	0,362	0,266	0,538
<i>Panel B. Incremento de los gastos de personal por empresas</i>			
EMPRESA	Gastos de personal (sin NIIF 2)	Gastos de personal (con NIIF 2)	Incremento de los gastos de personal (%)
ACS	2.878.353.000	2.882.868.000	0,156860538
ARCELOR	4.895.410.000	4.899.000.000	0,073334001
BSCH	5.798.230.000	5.817.397.000	0,330566397
CINTRA	91.106.000	91.165.000	0,06475973
GAMESA	143.177.000	143.637.000	0,321280653
TELECINCO	73.544.000	75.092.000	2,104862395
G. FERROVIAL	1.900.475.000	1.907.094.000	0,348281351
IBERIA	1.731.553.000	1.733.209.000	0,095636691
INDRA	350.694.000	351.965.000	0,362424222
JAZZTEL	50.771.684	61.822.428	21,76556523
NATRA	40.725.035	40.832.925	0,264923038
NATRACEUTICAL	9.694.986	9.725.345	0,313141246
PRISA	384.626.000	385.649.000	0,265972659
ZELTIA	32.013.000	32.015.000	0,006247462

En segundo lugar, para medir el impacto producido en la Cuenta de pérdidas y Ganancias como consecuencia de la utilización de la NIIF 2, se comparará el resultado de explotación teniendo en cuenta dicho gasto con el de explotación si no se hubiese incluido el mismo.

Se ha utilizado el resultado de explotación, ya que éste refleja el resultado de las actividades ordinarias y regulares de la empresa, donde se incluyen los gastos de personal.

Para calcular la variación producida se ha aplicado la siguiente fórmula (adaptado de Ikëheimo *et al*, 2006 y ter Horst y Veld, 2003):

$$\text{Variación (\%)} = \frac{RE_{NIIF2} - RE}{|RE|} \times 100$$

Siendo:

RE_{NIIF2} = Resultado de Explotación según datos recogidos en las Cuentas Anuales Consolidadas de cada una de las empresas una vez aplicada la NIIF 2.

RE = Variable ajustada restando (si se trata de beneficios y sumando, si se trata de pérdidas) a los “Resultados de explotación” recogidos en las Cuentas Anuales Consolidadas, el gasto recogido por la entrega de opciones sobre acciones.

Los resultados obtenidos muestran una disminución media de los resultados de explotación de aproximadamente un 1,1% (ver *Cuadro 5.15*), sin embargo, de nuevo, hay una empresa, JAZZTEL, que presenta un valor extremo con respecto al resto, una disminución de sus pérdidas del 7,5% (aspecto que queda reflejado en el valor de la desviación de la muestra), por lo que se ha procedido a calcular la media sin tenerla en cuenta, obteniendo, en ese caso, una disminución media del 0,6% del resultado de explotación, con valores comprendidos entre el 0,005% y el 1,6%. Por ejemplo, NATRACEUTICAL ha sufrido una disminución del 1,6% en su resultado de explotación. De forma similar, IBERIA ha disminuido el citado resultado en un 1,4%. Sin embargo, la empresa ZELTIA, tan sólo ha disminuido su resultado de explotación en un 0,005%.

CUADRO 5.14
VARIACIÓN DEL RESULTADO DE EXPLOTACIÓN COMO CONSECUENCIA
DE LA APLICACIÓN DE LA NIIF 2

<i>Panel A. Media de la variación del Resultado de Explotación</i>			
	Media	Mediana	Desviación Típica
N = 14	-1,097401987	-0,507445739	1,926496963
N = 13 (Eliminando Jazztel)	-0,602646618	-0,465581977	0,555097126
<i>Panel B. Variación del Resultado de Explotación por empresas</i>			
EMPRESA	Resultado de explotación (sin NIIF 2)	Resultado de explotación (con NIIF 2)	Variación del Resultado de Explotación (%)
ACS	821.941.000	817.426.000	-0,5493095
ARCELOR	4.379.590.000	4.376.000.000	-0,081971143
BSCH	9.301.090.000	9.284.923.000	-0,206006176
CINTRA	293.992.000	293.933.000	-0,020068573
GAMESA	226.216.000	225.756.000	-0,203345475
TELECINCO	414.804.000	413.256.000	-0,373188301
G. FERROVIAL	877.914.000	871.295.000	-0,753946286
IBERIA	118.246.000	116.590.000	-1,400470206
INDRA	161.161.000	159.890.000	-0,788652341
JAZZTEL	-146.771.397	-157.822.141	-7,529221787
NATRA	8.155.414	8.047.524	-1,322924869
NATRACEUTICAL	1.824.621	1.794.262	-1,663852384
PRISA	219.725.000	218.702.000	-0,465581977
ZELTIA	-39.302.000	-39.304.000	-0,0050888

De ambas circunstancias podemos extraer dos conclusiones: por un lado, que el efecto del reconocimiento de las opciones como gasto ha tenido escaso impacto en los resultados de explotación del año 2005; y, por otro, que ese escaso impacto está directamente relacionado con el volumen de los planes establecidos en España, ya que el análisis del caso concreto de JAZZTEL, PLC que presenta un volumen muy superior al de

la media, sí presenta, en este caso, un incremento significativo de sus pérdidas de explotación de un 7,5%.

En EEUU, han proliferado los estudios enfocados a medir el impacto en las cuentas anuales de la contabilización de los planes de opciones sobre acciones. Dichos estudios empezaron a realizarse a partir del momento que el organismo normalizador empezó a plantearse una reforma de la normativa aprobada en 1972, a principios de la década de los 90, para introducir la obligación de reconocer el gasto. Así, podemos citar los estudios realizados por Mellman y Lilien [1996], Coller y Higgs [1997], Lobo y Rue [2000], y Apostolou y Crumbley [2001], entre otros.

Mellman y Lilien [1996] realizan su estudio sobre 10 empresas americanas pertenecientes a los sectores de farmacia, biotecnológico e informático. Como resultado obtienen que si la entrega de las opciones sobre acciones se hubiese contabilizado como gasto en la cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al ejercicio 1993, el resultado de explotación se habría disminuido entre 0,2% y 17,5%. Por ejemplo, Microtouch Systems Inc. hubiese sufrido una reducción de sus beneficios de un 11,5%. De forma similar, las pérdidas de QMS, Inc. se hubiesen incrementado en un 7,9% pasando de 3.396 a 3.664 millones de dólares. Sin embargo, otra gran compañía como Hewlett Packard se hubiese visto menos afectada por la propuesta normativa, experimentando tan sólo una reducción de un 0,6% en sus beneficios.

Por su parte, Coller y Higgs [1997] se plantean calcular el impacto de los planes de opciones sobre acciones en las cuentas de pérdidas y ganancias de 6 grandes empresas cotizadas en los años 1992 y 1993. Para ello, proceden a calcular el valor de las opciones utilizando un rango de volatilidades y de dividendos esperados, recogiendo el valor máximo y mínimo de las opciones y obteniendo el gasto mínimo y el gasto máximo. Con los resultados obtenidos, concluyen que el beneficio de explotación, si se hubiesen incluido los planes de opciones sobre acciones como gasto, se hubiese reducido en más del 5% para 7 de las observaciones, si se considera el valor más bajo que pueden alcanzar las opciones y para 8 de las citadas observaciones, si se considera el valor más alto.

Posteriormente, con la aprobación de la nueva norma SFAS 123 (R) en 2004, la empresa Bear Stearns llevó a cabo un estudio con 600 empresas americanas, englobando todas las empresas pertenecientes al S&P 500 y al NASDAQ 100, para ver cómo afectaría

la nueva exigencia de recoger los gastos en las Cuenta de Pérdidas y Ganancias. El resultado obtenido es que los beneficios se habrían disminuido un 5% de media para las empresas pertenecientes al S&P 500 y un 25% para las pertenecientes al NASDAQ 100. A pesar de estos resultados, el efecto varía sustancialmente dependiendo del sector al que pertenezcan las empresas, así el sector que más se vería afectado sería el de las tecnológicas, con un 25 o un 23% de reducción de los beneficios, para las empresas del S&P 500 y del NASDAQ 100, respectivamente.

En cuanto al modelo de valoración de opciones usado por parte de las empresas, tal y como hemos comentado en la información recogida en la memoria, la mitad de las empresas de la muestra no comunican el modelo que han utilizado para calcular el valor razonable de las opciones sobre acciones.

Entre las empresas que comunican el método de valoración utilizado, el 57% utiliza el modelo binomial, mientras que el resto, el 43%, se ha decantado por el modelo de Black-Scholes.

Estos resultados obtenidos en España contrastan con los estudios realizados en otros países [Botosan y Plumlee, 2001; Maris *et al.*, 2003; Street y Cereola, 2004], en los cuales el modelo utilizado mayoritariamente ha sido el de Black-Scholes, siendo el modelo binomial escasamente utilizado, más si se tiene en cuenta que el modelo binomial a corto plazo obtiene un valor mayor de las opciones que el modelo de Black-Scholes [Lamothe, 1993, p. 89], valores que se aproximarán a medida que el período de vida de la opción se incrementa.

En el estudio realizado por Street y Cereola [2004] sobre una muestra de 291 empresas de Australia, Inglaterra, Canadá, Francia, Alemania, Japón e Irlanda que cotizan en los mercados de valores norteamericanos (NYSE y NASDAQ), se obtiene que más del 75% de las empresas utilizan el modelo de Black-Scholes, mientras que cerca del 20% no comunican el modelo que han utilizado para llevar a cabo la valoración de las opciones sobre acciones.

En el estudio realizado por Botosan y Plumlee [2001] sobre la muestra de las 100 empresas incluidas en el Fortune's 1999 como las de mayor crecimiento, obtienen que el 96% de las empresas de la muestra utilizaron el modelo de Black-Scholes para calcular el valor de las opciones sobre acciones, mientras que el 1% utilizaron el modelo binomial.

Por otra parte, Maris *et al.* [2003] sobre una muestra final de 93 empresas pertenecientes al Standard & Poor's 100 durante el año 1996, el 76,3% utilizó el modelo de Black-Scholes para calcular el coste como consecuencia de la entrega de opciones sobre acciones, el 1,2%, utilizó el modelo binomial, mientras que el 22,5% no recogió el método utilizado.

CUADRO 5.15
MÉTODOS DE VALORACIÓN DE OPCIONES UTILIZADOS POR PAÍSES

MÉTODO	AUSTRALIA	CANADÁ	FRANCIA	ALEMANIA	IRLANDA	JAPÓN	U.K.	TOTAL
BLACK-SCHOLES	7	120	25	6	11	9	50	228
OTROS MÉTODOS (*)	1	2	1	4	--	--	1	9
NO LO RECOGEN	3	23	3	2	5	4	14	54
TOTAL	11	145	29	12	16	13	65	291

(*) Otros métodos utilizados incluyen árbol binomial, Cox-Monaco, Cox-Rubinstein, MonteCarlo y árbol trinomial.

Fuente: Street y Cereola [2004, p. 35].

Por otra parte, es destacable que, en la medida en que los diferentes organismos contables (FASB e IASB) no contemplan en la normativa la contabilización de los planes de opciones sobre acciones y un modelo específico para estimar el valor razonable de dichos planes, será difícil alcanzar el objetivo de comparabilidad [Hasset y Wallison, 2004, p. 56; Niskanen, 2004, p. 1; Hirst *et al.*, 2005, p. 105] por diversas razones:

- Si se utiliza el mismo modelo de valoración por dos empresas diferentes: la estimación de las diferentes variables se puede haber realizado de forma distinta y haber introducido variables, sólo por una de las empresas, que tengan en cuenta las características propias de las opciones entregadas a los empleados.

- Más difícil se presenta la valoración si las dos empresas han utilizado modelos de valoración diferentes.

5.4.3. Impacto en los beneficios por acción y en otros ratios.

5.4.3.1. Beneficios por acción.

Las ganancias o beneficios por acción (EPS, según sus siglas en inglés) “*indican el beneficio concerniente a cada acción. Suele ser de suma utilidad en los estudios de predicción de la cotización futura de los valores negociables (acciones) en base a las estimaciones de dividendos y crecimiento posible*” [Banegas *et al.*, 1998, p. 339]. A su vez, este ratio se divide en dos: básico y diluido.

Estos ratios, hasta ahora no obligatorios en la normativa de nuestro país, han pasado a serlos para aquellas sociedades que utilicen las normas internacionales de contabilidad para la elaboración de sus estados financieros. Su tratamiento y cálculo³⁷¹ aparece recogido en la IAS 33 “*Beneficios por acción*”.

Para llevar a cabo el cálculo del beneficio básico por acción hay que aplicar la siguiente fórmula [NIC 33, 2004, párrafo 10]:

$$EPS \text{ básico} = \frac{\text{Resultado neto del ejercicio}}{\text{Promedio ponderado de las acciones ordinarias en circulación}}$$

Para medir el impacto que se ha producido en los beneficios por acción como consecuencia de la inclusión de los planes de opciones sobre acciones, se ha procedido a calcular la variación del citado ratio, teniendo en cuenta o no la NIIF, tanto en términos monetarios como en términos porcentuales [Wiedman y Goldberg, 2001, p. 8; Robinson y Burton, 2004, p. 106].

La variación en términos monetarios se ha calculado aplicando la siguiente fórmula:

$$\text{Variación (€)} = EPS_{NIIF 2} - EPS$$

³⁷¹ Ver los epígrafes 4.8.3.1. *Beneficios básicos por acción* y 4.8.3.2. *Beneficios diluidos por acción*.

Siendo:

$EPS_{NIIF\ 2}$ = Beneficios básicos por acción según datos recogidos en las Cuentas Anuales Consolidadas de cada una de las empresas una vez aplicada la NIIF 2.

EPS = Variable ajustada restando al numerador, “resultado neto del ejercicio”, el gasto recogido por la entrega de opciones sobre acciones, dejando el denominador intacto.

La variación porcentual se ha calculado aplicando la siguiente fórmula (adaptado de Ikëheimo *et al*, 2006 y ter Horst y Veld, 2003):

$$\text{Variación (\%)} = \frac{EPS_{NIIF\ 2} - EPS}{|EPS|} \times 100$$

En esta última fórmula se ha utilizado el valor absoluto, ya que hay dos casos en los que no hay beneficios por acción sino pérdidas por acción. En cualquier caso, el efecto es el mismo³⁷²: si partimos de beneficios, la inclusión de las opciones, provoca una disminución de dichos beneficios y si partimos de pérdidas, provoca un incremento de las mismas.

³⁷² En opinión de Cocco e Ivancevich [1995, p. 1] el efecto de la inclusión de las opciones sobre acciones en los beneficios por acción (EPS) varía sustancialmente en función de que dicho ratio sea positivo o negativo. De esta forma, afirman que si una empresa ha obtenido pérdidas en el ejercicio y espera obtener pérdidas en los ejercicios siguientes, la inclusión del gasto como consecuencia de las opciones sobre acciones en los beneficios por acción, únicamente provocará un incremento de dichas pérdidas pero no afectará a la percepción que los usuarios tienen de su solvencia. Sin embargo, para las empresas que han obtenido beneficios, la inclusión del gasto como consecuencia de las opciones sobre acciones, además de disminuir el ratio de los beneficios por acción, provocará un efecto negativo sobre la percepción de la solvencia que los terceros tienen de la sociedad.

CUADRO 5.16
IMPACTO DE LA NIIF 2 EN LOS BENEFICIOS POR ACCIÓN

<i>Panel A. Impacto de la NIIF 2 en los beneficios por acción (%)</i>			
	Media	Mediana	Desviación Típica
N = 14	-1,03624804	-0,599785611	1,662285095
N = 13 (Eliminando a Jazztel)	-0,605597806	-0,566817177	0,425033424

<i>Panel A. Impacto de la NIIF 2 en los beneficios por acción (%) por empresas</i>				
EMPRESA	Beneficios por acción (con NIIF 2)	Beneficios por acción (sin NIIF 2)	Variación del EPS (€)	Variación del EPS (%)
ACS	1,7437	1,7566	-0,0129	-0,736334992
ARCELOR	6,2632	6,2690	-0,0058	-0,093256684
BSCH	0,9967	0,9998	-0,0031	-0,307199351
CINTRA	-0,0213	-0,0212	-0,0001	-0,566817177
GAMESA	0,5476	0,5495	-0,0019	-0,344210897
TELECINCO	1,1841	1,1904	-0,0063	-0,530356757
G. FERROVIAL	2,9692	3,0165	-0,0473	-1,566734758
IBERIA	0,4277	0,4295	-0,0018	-0,416661425
INDRA	0,7068	0,7154	-0,0086	-1,206626477
JAZZTEL	-0,1844	-0,1730	-0,0115	-6,634701088
NATRA	0,6140	0,6179	-0,0039	-0,632754045
NATRACEUTICAL	0,0175	0,0176	-0,0001	-0,801509718
PRISA	0,7351	0,7400	-0,0049	-0,665011181
ZELTIA	0,1854	0,1854	-0,0000	-0,005298013

En base a los resultados obtenidos, la media para el total de la muestra de lo que han variado los beneficios por acción ha sido de aproximadamente una disminución del 1,03% (ver Cuadro 5.17), pero la desviación de la muestra es de 1,66, por lo que hay una gran dispersión de los valores. De nuevo se ha planteado calcular la media sin tener en cuenta una de las empresas, JAZZTEL, ya que sus pérdidas por acción han variado un 6,63% al incluir los gastos derivados de la concesión de opciones sobre acciones, variación

que difiere mucho con respecto al resto. Si eliminamos este dato, la media de lo que han variado, durante el ejercicio 2005, los beneficios por acción, para el resto de las empresas varía sustancialmente pasando a ser del 0,61%, media que se corresponde más con la realidad. Por ejemplo, GRUPO FERROVIAL ha sufrido una disminución del 1,56% en sus beneficios por acción. De forma similar, INDRA ha disminuido el citado ratio en un 1,2%. Sin embargo, la empresa ZELTIA, tan sólo ha disminuido sus beneficios por acción en un 0,005%.

En EEUU, la mayoría de los estudios sobre el impacto del reconocimiento del gasto por la entrega de opciones sobre acciones en los beneficios por acción se han centrado fundamentalmente en su versión “diluida”. Sin embargo, podemos citar los resultados obtenidos por Wieldman y Goldberg [2001] al estudiar el impacto del reconocimiento de las opciones sobre acciones en los beneficios básicos por acción sobre una muestra de 10 grandes empresas canadienses que cotizan en mercados de EEUU. Como resultado recogen que los beneficios por acción se disminuyeron en una media de 35,4% en el año 1999 y un 48,7% en el año 2000. Hay que puntualizar que las empresas de la muestra seleccionada son grandes empresas pertenecientes al sector de las nuevas tecnologías, que se han identificado como las que más utilizan este sistema retributivo. De ahí que dichos resultados no puedan generalizarse para las empresas pertenecientes a otros sectores de actividad.

En cuanto al cálculo de los beneficios diluidos por acción, la normativa internacional recoge que hay que considerar el efecto de las acciones ordinarias potenciales [NIC 33, 2004, párrafo 31], debiéndose incluir, entre otras, las opciones sobre acciones, siempre que aquéllas tengan un valor intrínseco positivo.

Este último aspecto, el que hace referencia a que sólo se incorporen las opciones con valor intrínseco positivo, ha recibido críticas por parte de la doctrina, ante lo que Core *et al.* [2001] proponen una nueva medida de los beneficios por acción diluidos llamado “*options-diluted EPS*” que incorpore el impacto de las opciones pendientes, incluidas aquéllas que no tengan valor intrínseco positivo sino que, su inclusión o no, estará basado en el valor razonable. En base a este método propuesto y sobre la muestra utilizada, el efecto sobre los beneficios por acción diluidos es un 100% más grande que los beneficios recogidos bajo el modelo actual.

La inclusión de todas las opciones sobre acciones, no sólo las que tienen un valor intrínseco positivo también es recogida por Briggs [2002], quien menciona que son algunos accionistas los que empiezan a considerar esa posibilidad. Sin embargo, en contra, Templin [2005, p. 396] considera que este hecho penalizaría a aquellas empresas cuyos rendimientos de sus acciones están creciendo.

La fórmula recogida por la NIC 33 [2004, párrafo 31] para calcular el beneficio diluido por acción es la siguiente:

$$EPS \text{ diluido} = \frac{\text{Resultado neto diluido del ejercicio}}{\text{Promedio ponderado de las acciones ordinarias y dilusivas en circulación}}$$

Tras la observación de las empresas de la muestra para analizar cómo han realizado el cálculo de dicho ratio (ver *Cuadro 5.18*), hay que puntualizar que en la mayoría de los casos, que se corresponden con el 78,57%, las empresas no han tenido en cuenta las opciones sobre acciones como efecto dilusivo. De ahí que no las hayan incluido a la hora de realizar el cálculo del beneficio diluido. Este hecho ha impedido que podamos realizar ningún otro tipo de análisis de cómo ha afectado la inclusión de las opciones sobre acciones sobre dicho ratio.

Dentro de las empresas que no han tenido en cuenta el efecto dilusivo de las opciones sobre acciones, un 27,27% de éstas han llevado a cabo el cálculo de forma correcta, ya que no se tenía previsto realizar la cobertura de los respectivos planes con ampliaciones de nuevas acciones, sino a través de la compra de acciones ya en circulación.

Por otra parte, en el 9,1% de los casos, que se corresponde con el de la empresa JAZZTEL, PLC, no se han incluido las opciones sobre acciones en el cálculo de aquel ratio, porque su inclusión hubiera tenido un efecto antidilución en la pérdida por acción.

Por último, en el 63,63% de los casos, no se han incluido las opciones sobre acciones en el cálculo de los beneficios diluidos por acción sin que, en ningún caso, se haya recogido explicación alguna al respecto.

CUADRO 5.17
CÁLCULO DE LOS BENEFICIOS DILUIDOS POR ACCIÓN

EMPRESA	EPS BÁSICO	EPS DILUIDO	PROCEDIMIENTO PARA EL CÁLCULO
ACS	1,744	1,744	No se incluyen las opciones sobre acciones ya que para la cobertura se tiene prevista la compra de acciones y no la emisión de nuevas acciones
ARCELOR	6,2631		Se tienen en cuenta tanto las opciones sobre acciones como la deuda convertible existente sin que se especifique los importes que corresponden a cada concepto
BSCH	0,9967		Tiene en cuenta las opciones sobre acciones obteniendo el beneficio diluido por acción
CINTRA	-0,0213		Se tienen en cuenta las opciones sobre acciones pero el efecto es tan reducido que ambos ratios tienen un valor muy próximo
GAMESA	0,548	0,548	No tiene en cuenta las opciones sobre acciones y no explica por qué no se han tenido en cuenta
TELECINCO	1,184	1,184	No se incluyen las opciones sobre acciones ya que para la cobertura se tiene prevista la compra de acciones y no la emisión de nuevas acciones
G. FERROVIAL	2,969	2,969	No se incluyen las opciones sobre acciones ya que para la cobertura se tiene prevista la compra de acciones y no la emisión de nuevas acciones
IBERIA	0,4276	0,4222	Incluye el efecto dilusivo de las acciones ordinarias pero no especifica a qué tipo de acciones corresponde
INDRA	0,707	0,707	No tiene en cuenta las opciones sobre acciones y no explica por qué no se han tenido en cuenta
JAZZTEL	-0,184	-0,184	Las opciones sobre acciones no se incluyen porque su inclusión hubiera tenido un efecto antidilución en la pérdida por acción
NATRA	0,614	0,614	No tiene en cuenta las opciones sobre acciones y no explica por qué no se han tenido en cuenta
NATRACEUTICAL	0,017	0,017	No tiene en cuenta las opciones sobre acciones y no explica por qué no se han tenido en cuenta
PRISA	0,735	0,735	No tiene en cuenta las opciones sobre acciones y no explica por qué no se han tenido en cuenta
ZELTIA	0,185	0,185	No tiene en cuenta las opciones sobre acciones y no explica por qué no se han tenido en cuenta

El impacto en los beneficios diluidos por acción ha sido posible su medición en otros países, tales como en EEUU. Así, Botosan y Pumplee [2001] realizaron un estudio sobre el impacto del reconocimiento de los gastos por los planes de opciones sobre

acciones sobre los beneficios por acción diluidos con las 100 empresas incluidas en el Fortune's 1999, como las de mayor crecimiento del mercado, siendo la mayoría de ellas pertenecientes al sector de la alta tecnología. Concluyeron que se produciría una reducción media del 14% de dicho ratio debido a la inclusión del coste de las opciones sobre acciones.

Más moderados son los resultados obtenidos por Robinson y Burton [2004] en su estudio con una muestra de 97 empresas que empezaron a reconocer voluntariamente el gasto de las opciones sobre acciones en la cuenta de pérdidas y ganancias frente a otras tantas que sólo lo reflejaron en las notas. El resultado obtenido varía sustancialmente entre ambos grupos de empresas, así las que recogieron voluntariamente el gasto, presentan una media en la reducción de los beneficios por acción de 4,082% mientras que las que no recogieron el gasto tienen una reducción media de 8,843% para dicho ratio.

En el estudio realizado por Street y Cereola [2004], sobre una muestra de 291 empresas de Australia, Inglaterra, Canadá, Francia, Alemania, Japón e Irlanda que cotizan en los mercados de valores norteamericanos (NYSE y NASDAQ), para ver el impacto del reconocimiento del gasto y el cálculo de los beneficios diluidos por acción, se obtiene como resultado un impacto medio de un 40%, si bien, los resultados varían dependiendo de los países.

5.4.3.2. Gastos de personal sobre ventas.

Este ratio tiene como objetivo informar de la importancia de los gastos de personal respecto a la cifra de ventas netas³⁷³ [Banegas *et al.*, 1998, p. 261; González Pascual, 2001, p. 462].

Para llevar cabo el cálculo de este ratio se utiliza la siguiente fórmula [Banegas *et al.*, 1998, p. 261; Esteo Sánchez, 1995, p. 500; González Pascual, 2001, p. 461; Sanz, 2002, p. 146]:

³⁷³ “Si la expansión de las ventas no es muy intensa, los gastos de personal deben permanecer sensiblemente constantes, mientras que el aumento significativo debe traducirse en una reducción de este ratio, pues se trata de gastos marcadamente fijos. Por lo tanto, un aumento de los gastos de personal en estrecha relación con las ventas, revelerían unos costes excesivos” [Banegas *et al.*, 1998, p. 261].

$$\text{Gastos de personal sobre ventas} = \frac{\text{Gastos de personal}}{\text{Ventas Netas}}$$

Para realizar la comparación entre el ratio teniendo en cuenta la NIIF 2 y sin considerarla, se ha utilizado el Índice de Comparabilidad [Gray, 1980, p. 67; Adams *et al.*, 1999, p. 9; Ucieda y García, 2003, p. 267], que en este caso, se ha expresado de la siguiente forma:

$$1 - \left(\frac{\text{Gastos personal sobre ventas} - \text{Gastos de personal sobre ventas}_{NIIF2}}{|\text{Gastos de personal sobre ventas}|} \right)$$

Siendo:

$\text{Gastos de personal sobre ventas}_{NIIF2}$ = Ratio calculado teniendo en cuenta los “Gastos de personal” y las ventas recogidas en las Cuentas Anuales Consolidadas.

$\text{Gastos de personal sobre ventas}$ = Ratio calculado ajustando los “Gastos de personal” recogidos en las Cuentas Anuales Consolidadas, restando el gasto reconocido por la entrega de opciones sobre acciones.

Si el valor del Índice de Comparabilidad es 1 mostrará que los Gastos de personal sobre ventas teniendo en cuenta la NIIF 2 es igual que sin tenerlo en cuenta. Si el valor del Índice está por encima (debajo) de 1, los Gastos de personal serán mayores (menores) bajo la NIIF 2 que si no se tiene en cuenta.

En base a los resultados obtenidos (ver *Cuadro 5.19*) del Índice de Comparabilidad, podemos afirmar que la inclusión de las opciones sobre acciones como gasto en la cuenta de pérdidas y ganancias, en base al análisis de la muestra seleccionada, apenas ha tenido repercusión en el ratio “Gastos de personal sobre ventas”, ya que dicho ratio apenas ha sufrido variación. Tan sólo hay un caso en el que dicho ratio ha variado sustancialmente, que es el caso de JAZZTEL, PLC. De nuevo, la explicación a este caso, se debe a que el

volumen alcanzado de sus planes de opciones sobre acciones es sustancialmente superior al volumen del resto de los planes de las empresas de la muestra.

CUADRO 5.18
IMPACTO DE LA NIIF 2 EN EL RATIO “GASTOS DE PERSONAL SOBRE VENTAS”

EMPRESA	Gastos personal sobre ventas (con NIIF 2)	Gastos personal sobre ventas (sin NIIF 2)	Índice de
ACS	0,237980447	0,237607734	0,998433851
ARCELOR	0,150225384	0,150115299	0,999267197
BSCH	---	---	---
CINTRA	0,130942241	0,130857498	0,999352822
GAMESA	0,082298281	0,082034719	0,996797483
TELECINCO	0,082708001	0,081002999	0,979385287
G. FERROVIAL	0,212156443	0,211412097	0,996529274
IBERIA	0,36416414	0,363816198	0,999044547
INDRA	0,292759147	0,291701948	0,996388845
JAZZTEL	0,258865962	0,212593734	0,821250243
NATRA	0,169159506	0,168712548	0,997357769
NATRACEUTICAL	0,207005186	0,206358991	0,996878363
PRISA	0,270447542	0,269730134	0,997347329
ZELTIA	0,44416543	0,444137682	0,999937529

5.4.3.3. Coste medio del personal.

El objetivo de este ratio es el de “*informar sobre la retribución media de los empleados*” [Banegas *et al.*, 1998, p. 262]. La fórmula utilizada para llevar a cabo el cálculo de este ratio es la siguiente [Esteo Sánchez, 1995, p. 500; Banegas *et al.*, 1998, p. 262]:

$$\text{Coste medio del personal} = \frac{\text{Gastos de personal}}{\text{Número medio de empleados}}$$

CUADRO 5.19
IMPACTO DE LA NIIF 2 EN EL RATIO “COSTE MEDIO DEL PERSONAL”

EMPRESA	Coste medio de personal (con NIIF 2)	Coste medio de personal (sin NIIF 2)	Índice de comparabilidad
ACS	25.985,8302	25.945,1325	0,998433851
ARCELOR	50.145,8621	50.109,1151	0,999267197
BSCH	45.304,0075	45.154,7411	0,996705227
CINTRA	28.154,7251	28.136,5040	0,999352822
GAMESA	17.542,3791	17.486,1993	0,996797483
TELECINCO	65.297,3913	63.951,3043	0,979385287
G. FERROVIAL	33.313,4313	33.197,8095	0,996529274
IBERIA	71.184,8612	71.116,8474	0,999044547
INDRA	46.408,8871	46.241,2975	0,996388845
JAZZTEL	43.629,0953	35.830,4051	0,821250243
NATRA	37.154,6178	37.056,4468	0,997357769
NATRACEUTICAL	41.739,6781	41.609,3820	0,996878363
PRISA	40.021,6895	39.915,5251	0,997347329
ZELTIA	54.079,3919	54.076,0135	0,999937529

En base a los resultados obtenidos (ver *Cuadro 5.19*) del Índice de Comparabilidad, que nos permite comparar el ratio citado, teniendo en cuenta o no la NIIF 2, se puede afirmar que la inclusión de las opciones sobre acciones como gasto en la cuenta de pérdidas y ganancias, en base al análisis de la muestra seleccionada, apenas ha tenido repercusión en el ratio “Coste medio del personal”, ya que dicho ratio apenas ha sufrido variación. Tan sólo hay un caso en el que dicho ratio ha variado sustancialmente, que es el caso de JAZZTEL, PLC. De nuevo, la explicación a este caso, se debe a que el volumen alcanzado de sus planes de opciones sobre acciones es sustancialmente superior al volumen del resto de los planes de las empresas de la muestra.

RESUMEN Y CONCLUSIONES

Los planes de opciones sobre acciones surgieron en EEUU en los años 50, llegando posteriormente a Europa, donde su uso se ha dado especialmente en el Reino Unido, mientras que, en España, y a pesar de no haber tenido tanta difusión como en otros países, ha pasado a tener un peso importante sobre la retribución total de consejeros y directivos. En el marco de la Unión Europea, el desarrollo de este tipo de sistemas retributivos, junto con otros que permitan la participación en el capital de la sociedad, ha venido recibiendo el apoyo institucional a través de una serie de informes y resoluciones. Sin embargo, cabe puntualizar que estas iniciativas pretenden promover la inclusión en dichos sistemas de todos los trabajadores y no sólo de consejeros y altos directivos.

El origen de este novedoso sistema retributivo se sitúa en las limitaciones y deficiencias de los sistemas tradicionales, tales como la participación en beneficios o en la cifra de ventas, que al mostrarse ineficientes de cara a erradicar el problema de agencia, no motivaban adecuadamente a consejeros y directivos. En virtud de esta idea de alinear los intereses de principal y agente, vinculando la retribución de éste al valor de cotización de las acciones, surge el principal argumento a favor de la utilización de las stock options como sistema retributivo.

Sin embargo, esta teoría también presenta limitaciones: en primer lugar, porque podría ser útil para justificar la oportunidad de la entrega de opciones a los directivos y administradores, mientras que, no ser muy eficaz para justificar la destinada al resto de trabajadores, ya que su capacidad de influencia en el valor bursátil de las acciones o en la marcha de la empresa es limitada; y, en segundo lugar, no se ha constatado empíricamente

las bondades de este sistema y, por tanto, que este régimen retributivo alinee mejor que otros, los intereses entre principal y agente, o demuestre la incidencia de estos planes en el incremento del valor bursátil de las acciones al obtener resultados contradictorios en los estudios realizados.

A la anterior circunstancia de alinear los intereses de principal y agente, se le podría añadir la preocupación actual, por parte de las grandes empresas, de atraer y retener a los “mejores ejecutivos” y empleados que se consideren clave en la organización empresarial. Por este motivo se considera que vinculando su retribución a la evolución de la cotización de las acciones, se crea una fidelidad de éstos con la empresa que favorece su permanencia en la misma. Esta idea consiste, por un lado, en atraer a buenos profesionales a cambio de la entrega de expectativas de elevados beneficios en el futuro, si el precio de las acciones se incrementa y, por otro, retener a los empleados actuales, de especial importancia en las empresas pertenecientes a la nueva economía, ya que en éstas los empleados tienen información y conocimientos que puede ser usada por las empresas competidoras en el caso de fuga de dichos empleados. De nuevo, este argumento se encuentra limitado a cuando los beneficiarios son altos directivos y empleados clave, ya que con sus decisiones pueden influir en el precio de las acciones de la compañía, sin embargo, los empleados de los niveles bajos, sin posibilidades de influir en el precio de aquéllas, podrían preferir otro tipo de compensaciones más seguras.

Económicamente, los planes de opciones sobre acciones permitirán obtener a sus beneficiarios unos ingresos extraordinarios, teóricamente ilimitados, en función de cómo crezca el valor de cotización de las acciones, sin asumir ningún tipo de coste ni riesgo, mientras que las empresas desplazan sus costes en el tiempo. Esta ventaja económica, en teoría, lo convierte en un sistema muy apropiado para aquellas empresas que se encuentran con problemas financieros o para las empresas emergentes con potencial de crecimiento futuro, pero, en la práctica, los diversos estudios al respecto arrojan resultados dispares. Además, hay que tener en cuenta el peligro que podría llevar consigo la entrega de opciones sobre acciones a los empleados en lugar de efectivo, recibiendo, hoy, servicios a cambio de un coste incierto para la empresa en el futuro.

Entre otras razones aludidas para el uso de las opciones sobre acciones como sistema retributivo se puede destacar su tratamiento fiscal favorable, que si bien se ha

utilizado en países como EEUU y Reino Unido, no ha sido así en otros, como Italia, Francia y España, lo cual podría explicar que su uso haya sido mucho más reducido que en aquéllos.

Como consecuencia del enriquecimiento de ciertos consejeros y directivos, grandes corporaciones se han tambaleado, lo que ha supuesto que la opinión pública se haya manifestado en contra de este tipo de retribución. La principal crítica recibida hace referencia a la dificultad de vincular el importe recibido por los administradores y directivos por la prestación de sus servicios con el rendimiento de los mismos, basándose en si, realmente, las decisiones de los beneficiarios pueden influir sobre el valor de cotización de las acciones, dado que sobre la bolsa influyen muchos factores externos tales como las variaciones en los tipos de interés, los tipos de cambio, las decisiones políticas, las inversiones, etc.

También se ha argumentado, acerca de las opciones sobre acciones, que se trata de un sistema basado en un instrumento financiero complejo que impide, en ocasiones, que los beneficiarios, accionistas u otros agentes, interesados en tal información, puedan valorar adecuadamente la remuneración que tales sistemas supondrán en el momento de la liquidación.

En otro orden de cosas, la entrega de opciones sobre acciones puede incentivar a que los beneficiarios tomen decisiones a corto plazo, cuando se acerque el momento de la ejecución del plan, para inflar el valor de las acciones, maquillando los resultados que pueden ocultar posibles pérdidas o situaciones comprometidas, así como utilizar información privilegiada de cara a decidir cuándo ejercitar las opciones o, una vez ejercitadas, cuándo es el momento más favorable para vender las acciones adquiridas e, incluso, abandonar la empresa. Estas actuaciones abusivas (*“insider trading”*), no permitidas por los mercados de valores, infringen el deber de lealtad de los administradores y directivos, al anteponer sus intereses a los de los accionistas.

Como otras prácticas de manipulación del valor de cotización de las acciones, se pueden mencionar:

- La supresión de dividendos: con el objetivo de incrementar el valor de cotización de las acciones, pero que implica una renuncia involuntaria de los accionistas a los beneficios esperados, lo que puede suponer el molestar de los mismos.

- La recompra de acciones: con el objetivo de invertir la tendencia bajista, al adquirir las propias acciones y, por tanto, falsear el precio de mercado con el consiguiente efecto sobre el beneficio que obtendrán los beneficiarios cuando ejerciten sus opciones.

Por otra parte, significar la aplicación del “repricing” que supone que llegado el momento del vencimiento del plan con precio de mercado por debajo del precio de ejercicio, la empresa puede decidir modificar las condiciones establecidas para recuperar el atractivo perdido.

Las diferentes críticas recibidas por los planes de opciones sobre acciones (opciones tradicionales), especialmente en relación con el hecho de otorgar beneficios casi desde el momento de la entrega y sin que pueda medirse, con fiabilidad, si el desempeño realizado por los beneficiarios ha influido positivamente en el incremento del valor de cotización de las acciones, ha motivado la sucesiva aparición de diferentes modalidades (opciones no tradicionales), cada vez más sofisticadas, para intentar superarlas. Entre estas diferentes modalidades, a nivel teórico, ha merecido especial consideración, por parte de la doctrina, las indexed options (el precio de ejercicio variará en función de cómo evolucione un determinado índice), permitiendo eliminar los ciclos alcistas y bajistas de la bolsa, vinculando mejor la paga del beneficiario con su rendimiento. A nivel empírico, se ha demostrado que las Premium options (con precio de ejercicio muy por encima del valor de cotización en la entrega), las performance-vested options (el ejercicio está supeditado a que la cotización alcance un determinado nivel) y las indexed options son más eficientes que las opciones tradicionales a la hora de crear incentivos para que los beneficiarios busquen incrementar el precio de las acciones.

Los planes de opciones sobre acciones se documentan, en primera instancia, a través del Plan de Retribución, que es el documento marco donde se recogerán las condiciones generales del plan retributivo, y, posteriormente, y en base al contenido del

documento anterior, se elaborarán los Contratos de Opción de Compra de acciones, cada uno de los cuales vinculará de manera individual a empresa y beneficiario, obligando a las partes, una vez firmados, a cumplir las cláusulas que en dicho contrato se recojan. Dichas cláusulas se pueden dividir en: a) las relacionadas con las condiciones del ejercicio de las opciones, en las que se recogen todos los detalles acerca del plan retributivo; b) las que recogen las obligaciones de la empresa concedente, referente al compromiso de disponer de la cartera de acciones en el momento del ejercicio de las opciones y las situaciones en las que la sociedad como consecuencia de una operación societaria (ampliación de capital, split de acciones, toma de control o fusión, etc.) se garantiza la revisión de las condiciones de los planes; c) las de fidelidad, referente a la prohibición de transmitir la cartera de opciones de los beneficiarios y a la exigencia de mantenerse dentro de la empresa para poder llevar a cabo el ejercicio final de las opciones; y, d) otras cláusulas, donde se englobarían las condiciones referidas a la incidencia de los planes en los derechos de carácter laboral, a quién corresponden los gastos e impuestos, la ley aplicable y jurisdicción en caso de conflicto, y cómo llevar a cabo las modificaciones en los planes, etc.

En España, a partir de 1999, y a raíz del conocimiento público del caso de Telefónica, se puso en evidencia la laguna legal existente sobre dichos sistemas retributivos, y en virtud de la presión política y de la opinión pública surgió la Ley 55/1999 y el Real Decreto 1370/2000, promulgados para modificar la Ley de Sociedades Anónimas, en relación con los requisitos que deben cumplir los sistemas retributivos basados en acciones, y la Ley del Mercado de Valores así como el Real Decreto 377/1991, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de participaciones por éstas de acciones propias.

La Ley 55/1999 introdujo en la LSA: a) la constancia estatutaria de los sistemas retributivos de los administradores referenciados al valor de las acciones; y, b) el sometimiento a la aprobación de la Junta General de Accionistas de aquellos sistemas que estén destinados a los administradores o al personal de alta dirección, directores generales y asimilados. Estas medidas, aunque acertadas, son escasas, fundamentalmente, en relación con la información suministrada a los accionistas – número de acciones a entregar, precio

de ejercicio, valor de las acciones de referencia y plazo de duración del sistema – para su aprobación. Por ello, sería interesante que la normativa española exigiese información sobre los criterios exigidos para la selección de los beneficiarios, la forma de administrar el plan, la distinción entre período de carencia y de ejercicio, las condiciones a cumplir para poder ejercitar las opciones, las restricciones exigibles a la libre transmisibilidad de las acciones adquiridas, la forma de liquidación prevista de los planes y, especialmente, el coste que el sistema tendrá para la empresa.

Además de esta normativa recogida en el derecho de sociedades, habrá de tenerse en cuenta la normativa bursátil cuando sean sociedades cotizadas las que pretendan formular planes de opciones sobre acciones como sistema retributivo. Esta normativa sufrió modificaciones introducidas por la citada Ley 55/1999 y por el Real Decreto 1370/2000. Estas nuevas medidas van desde la obligación de comunicar, como hecho relevante, el establecimiento (modificación o ejecución) de sistemas retributivos referenciados al valor de las acciones por parte de los propios beneficiarios (consejeros o directivos) o la empresa, en su nombre, y la presentación de un Informe Anual de Gobierno Corporativo, hasta la comunicación por participaciones significativas, si finalmente, los beneficiarios de los planes se convierten en accionistas. Los administradores deberán comunicar, con independencia de la cuantía y, los altos directivos y el resto de empleados, si poseen más del 5% del capital social.

A pesar de los desarrollos reglamentarios y legislativos, la opinión generalizada es que la figura retributiva de las opciones sobre acciones no ha sido regulada de forma eficaz. De ahí que resulte importante el tratamiento de las remuneraciones de administradores y directivos en los códigos de buen gobierno. Del contenido del reciente CUBG español [2006], surgido para unificar las recomendaciones de los códigos anteriores (Olivencia y Aldama) e incorporar las recogidas en la Recomendación de 14 de diciembre de 2004 de la Comisión Europea, relativa a la promoción de un régimen adecuado de remuneración de los consejeros de las empresas con cotización en bolsa, se han extraído las siguientes conclusiones:

1. Debe valorarse positivamente como un paso más hacia la transparencia informativa, la recomendación de elaborar un documento que contenga la política de retribuciones, pasada, presente y futura, redactado al margen de los estatutos y sometido, con carácter consultivo, a la aprobación de la Junta General de Accionistas. El carácter consultivo de tal documento no afecta al contenido ni a la validez del mismo, pero puede constituir un voto de confianza o censura a la gestión de los administradores, a la vez que permitirá a los accionistas conocer la relación entre la retribución y la evolución de la actividad.

2. A pesar de la importancia que se ha dado a la creación de los Comités de Retribuciones, que deben estar compuesto exclusivamente por consejeros externos, la función atribuida a los mismos sigue siendo, únicamente, la de elevar sus propuestas al Consejo de Administración, por lo que no se han superado las críticas que ya recibieron los anteriores códigos españoles, por la falta de operatividad de este órgano.

3. El tema del importe de las retribuciones de los consejeros, tanto externos como internos, ha sido y sigue siendo uno de los temas más controvertidos de los códigos de buen gobierno. Éstos, siguiendo las directrices de la legislación societaria, en ningún caso han establecido límites, ciñéndose a recoger una serie de recomendaciones. El CUBG [2006] ha hecho especial referencia a la figura de los consejeros externos, al recoger que su retribución sea la necesaria para remunerar su dedicación, cualificación y responsabilidad, pero no tan elevada como para comprometer su independencia.

4. Con respecto a la estructura retributiva tampoco se vienen estableciendo límites a los sistemas a utilizar. Sin embargo, el CUBG [2006] ha introducido la recomendación de que se limiten a los consejeros ejecutivos las remuneraciones mediante entrega de acciones de la sociedad, opciones sobre acciones o instrumentos referenciados al valor de cotización de las acciones, retribuciones variables ligadas al rendimiento de la sociedad o sistemas de previsión.

5. En cuanto a la transparencia de la información, se venía permitiendo cierta libertad a la hora de comunicar las retribuciones individuales de cada consejero, agregada por conceptos, estando envuelta la información en una gran opacidad. El CUBG [2006] ha incluido importantes novedades recomendando la inclusión, en la Memoria, de las retribuciones individuales de los consejeros, distribuidas por conceptos. Además, y en

relación con las entregas a consejeros de acciones, opciones sobre acciones o cualquier otro instrumento referenciado al valor de cotización de las acciones, debe indicarse cierta información relevante de cara a permitir a los usuarios de las cuentas anuales comprender el alcance de los planes y la evolución que podrían seguir a lo largo del tiempo.

En el ámbito contable, desde el nacimiento de las stock options en el mundo empresarial, la doctrina se ha planteado la misma pregunta: ¿deben considerarse como un gasto o no para la empresa? La respuesta no es fácil, ya que, durante mucho tiempo, los diversos organismos reguladores no han exigido a las empresas que lo reconozcan en sus estados de resultados, conformándose con su inclusión en las notas complementarias. De los argumentos más repetidos y que, a lo largo de las décadas pasadas, se han esgrimido en contra de la inclusión de los gastos ocasionados por este tipo de sistema retributivo en las cuentas de resultados, se pueden extraer las siguientes conclusiones:

- La entrega de opciones sobre acciones a los empleados, en contra de lo que se haya podido venir argumentando, sí constituye un gasto ya que dicha entrega se hace a cambio de unos servicios prestados, siendo éstos susceptibles de ser valorados, constituyendo una transacción y un hecho económico que debe tener su reflejo en los estados contables de las empresas, al igual que se recoge una transferencia de efectivo o un activo, que es susceptible de valoración.

- El método del valor intrínseco (valor de cotización menos precio de ejercicio), se ha mostrado ineficaz para realizar la valoración de las opciones, puesto que, en la medida que normalmente el precio de ejercicio suele hacerse coincidir con el valor de cotización, el resultado de dicho valor es cero, lo que pone de manifiesto que este método, en ningún caso, recoge la posibilidad de que en el futuro el precio de las acciones sea superior al precio de ejercicio, ni tampoco tiene en cuenta el valor temporal del dinero que el poseedor de la opción ahorra al diferir la compra de las acciones. Y, ante la ausencia, generalmente, de un precio de mercado que pueda ser utilizado para la valoración de las opciones entregadas a los empleados, se revela necesario la utilización de alguno de los modelos de valoración de opciones generalmente aceptados en los mercados financieros. Sin embargo, los modelos de valoración de opciones deben incluir las características propias de las

opciones sobre acciones, tales como que no son transferibles, no cotizan en ningún mercado, tienen períodos de duración variable, se exigen ciertas condiciones para su ejercicio, etc.

- Recoger el coste de las stock options en la Memoria no es sustitutivo de su reflejo en las cuentas anuales, como ha venido argumentando cierta parte de la doctrina norteamericana. En primer lugar, porque si finalmente se acepta que aquellos planes constituyen un gasto, éstos deberán aparecer recogidos en la cuenta de resultados de la empresa, al igual que el resto de gastos. En segundo lugar, porque sólo recogiendo el gasto en los estados contables de la empresa, se podrá mostrar el beneficio real, evitando retrasos en la información, habida cuenta que los estados financieros se hacen públicos mucho después de que los beneficios sean anunciados. Y, en tercer lugar, porque no se recoge en la Memoria toda la información que la empresa posee, lo que impide que los inversores puedan valorar el coste actual a través de la suministrada.

- La opinión generalizada acerca del reconocimiento del gasto asociado a la entrega de opciones sobre acciones, que iría en perjuicio del crecimiento de las empresas que las utilizan, especialmente, para aquéllas emergentes y/o pertenecientes al sector tecnológico, no ha quedado suficientemente demostrada. Lo que es cierto es que muchas empresas de EEUU, a raíz del anuncio de la aprobación de la nueva norma de opciones sobre acciones, hicieron pública su intención de renunciar a este sistema retributivo y muchas otras, aceleraron el ejercicio de las opciones correspondientes a planes establecidos con anterioridad. Estarán especialmente interesadas en acelerar los planes aquellas empresas que tengan opciones ahogadas (que serán reacias a reconocer un gasto por unas opciones que no tienen valor) y/o las que vienen generando pérdidas. Sin embargo, otras muchas empresas anunciaron su intención de contabilizar el gasto, anticipándose a la aprobación definitiva de la norma, a raíz de los diversos escándalos financieros, para generar publicidad positiva y transmitir a los inversores su honestidad.

En cualquier caso, parece que la NIIF 2 y, a continuación, la SFAS 123 (R) han puesto un punto y final a todas estas cuestiones, al exigir que se recojan, en las cuentas de

resultados, los gastos ocasionados por la entrega de stock options a los consejeros, directivos y empleados.

Del estudio y análisis de la citada normativa internacional, sobre los diferentes aspectos que envuelven al tratamiento contable de esta figura retributiva, destacamos las siguientes conclusiones:

- En base a la definición de gasto recogida en la normativa internacional, “*decrementos en los beneficios económicos, producidos a lo largo del ejercicio contable, en forma de salidas o depreciaciones de valor de los activos (...)*”, los servicios recibidos de los trabajadores sí constituyen activos aunque no se reconocen como tal porque se consumen inmediatamente, de ahí que se imputen como gastos del ejercicio de forma inmediata.
- La decisión de recomendar la utilización del valor razonable constituye el final de un proceso de estudio por parte del organismo internacional en el que se analizaron varios métodos (coste histórico, valor intrínseco y valor mínimo), descartados, finalmente, por presentar más inconvenientes y deficiencias que el valor razonable.
- Para las transacciones realizadas con los empleados, mediante la entrega de opciones sobre acciones – o cualquier otro instrumento del neto –, el criterio de valoración debe ser el valor razonable de los instrumentos de capital otorgados. Este criterio es diferente al general, el cual establece la utilización del valor razonable de los bienes o servicios, y tiene su fundamento en la dificultad de valorar el servicio recibido, ya que, generalmente, las opciones sobre acciones (u otros instrumentos) se conceden a los empleados como una parte de su remuneración, lo que hace difícil valorar directamente los servicios recibidos para cada componente concreto que forme parte del conjunto de remuneraciones.
- Considerando la entrega de opciones sobre acciones como un coste de compensación, éste debe ser calculado en el momento en que se produce la concesión de las citadas opciones (fecha de concesión o “grant date”), no siendo posible utilizar ninguna otra fecha (“vesting date”, fecha de servicio, “service expiration date”, fecha de ejercicio, etc.) porque cualquiera de ellas es posterior al

momento en que la empresa incurre en el gasto como consecuencia de la aprobación de la entrega de las opciones.

- La normativa internacional no recoge la técnica de valoración concreta que se debe utilizar para llevar a cabo el cálculo del valor razonable de las opciones, con el objetivo de no obstaculizar el desarrollo de técnicas de medición adecuadas, todavía inexistentes. A pesar de los esfuerzos de los expertos por desarrollar un modelo de valoración de opciones de uso exclusivo para las opciones entregadas a los empleados, que tenga en cuenta sus características específicas, ninguno de los desarrollados hasta ahora ha merecido la atención de los organismos contables. Esta ausencia de definición del método a aplicar, plantea dudas acerca de si esta nueva norma conseguirá alcanzar uno de los objetivos esenciales de la contabilidad, la comparabilidad de los estados financieros. Puesto que el organismo internacional se comprometió a revisar el tema en un futuro no muy lejano, hubiera sido conveniente recomendar un modelo concreto a utilizar, y cuando se produjese la revisión, si ya se ha desarrollado un modelo adecuado, pasar a exigirlo.
- Los modelos más conocidos y utilizados en los mercados financieros, para la valoración de opciones sobre acciones, son el modelo de Black-Scholes [1973] (que no incluye los dividendos o el modelo de Black-Scholes-Merton, que sí los incluye) o el modelo binomial de Cox-Ross-Rubinstein [1979]. No obstante, consideramos que el modelo binomial permitirá obtener una mejor estimación del valor razonable de las opciones que la fórmula de Black-Scholes, ya que aquél introduce una mayor flexibilidad a la hora de tener en cuenta las diferentes variables (diferentes valores del tipo de interés y volatilidad para cada período), así como la introducción de las características propias de las opciones sobre acciones entregadas a los empleados.
- De las variables a contemplar para la valoración de las opciones (precio de ejercicio, vida de la opción, precio del activo subyacente, volatilidad, dividendos y tipo de interés libre de riesgo), independientemente del método que se utilice, destaca la volatilidad (posible rango de variaciones de los precios del subyacente). Ésta constituye el factor clave para la valoración de las opciones, ya que es la única variable que no se conoce y que no se puede determinar a través del uso de ningún

modelo o fórmula. La importancia de esta variable se pone de manifiesto en la propia normativa al dedicar especial atención a cómo debe determinarse su valor.

- La consideración de otros factores, tales como el ejercicio anticipado de las opciones o el cumplimiento por parte de los beneficiarios de determinadas condiciones para poder adquirir los derechos de compra, se muestran muy relevantes a la hora de obtener un valor lo más fiable y exacto posible de las opciones sobre acciones entregadas a los empleados, ya que la inclusión de dichas características permite tener en cuenta las particularidades de este tipo de opciones frente a las opciones financieras.
- El ejercicio anticipado viene motivado por el hecho de que las opciones sobre acciones entregadas a los empleados no se pueden vender, lo que provoca que se ejerciten antes que una opción financiera, debido a la aversión al riesgo y a la falta de diversificación de sus carteras. No tener en cuenta dicha circunstancia en el modelo de valoración provocaría una sobreestimación del valor de la opción. Así, para incorporar en el modelo elegido, el ejercicio anticipado de las opciones, es necesaria la utilización de la vida esperada de las mismas, en lugar de la vida máxima que pueda tener la opción, y a ser posible, dividiendo la concesión de éstas en grupos de empleados, que presenten un comportamiento de ejercicio relativamente homogéneo.
- El valor razonable obtenido en la fecha de concesión no podrá revisarse en fechas posteriores, a pesar de que el valor de la opción puede variar a lo largo del período comprendido entre la fecha de concesión y la fecha de ejercicio.
- El gasto a reconocer se calculará multiplicando el valor obtenido de las opciones aplicando generalmente el valor razonable, por el número estimado de opciones que vayan a ejercerse. Para la estimación del número de opciones que se espera ejercitar, deberán tenerse en cuenta las condiciones exigidas para su ejercicio, estén referidas o no al mercado. Dicha estimación se revisará siempre que sea necesario.
- La normativa internacional establece, como regla general, que las opciones sobre acciones otorgadas se reconozcan como gasto “*en el momento de la obtención de*

dichos bienes o cuando dichos servicios sean recibidos". Este criterio incorpora la hipótesis del devengo, ya que si se considera que los planes constituyen sistemas retributivos a cambio del servicio prestado por los trabajadores de la empresa, la prestación del servicio es, por naturaleza, la corriente económica que debería marcar la contabilización de este hecho. También se ha contemplado la correlación de ingresos y gastos, ya que, en aplicación de este principio, el coste de retribución a los empleados a través de opciones sobre acciones, por los servicios que han prestado en un período determinado, constituye un gasto correlacionado con los ingresos obtenidos en dicho periodo y, por tanto, debe contabilizarse como un gasto dentro de ese periodo. Por último, también se ha considerado la prudencia, tanto la versión recogida en el Marco Conceptual del IASB como la versión española, al recoger un gasto tan pronto como se tiene conocimiento de él.

- Respecto a la información a incluir en la Memoria, consideramos que, aunque insuficiente, resulta conveniente toda la información exigida en la normativa. Así, sería interesante que se exigiese información acerca del número de opciones a utilizar a la hora de realizar el cálculo del gasto objeto de reconocimiento, especialmente, si se ha realizado una estimación de las opciones que se ejercerán, qué criterios se han utilizado para llevar a cabo dicha estimación y una explicación de cómo se va a distribuir el gasto a lo largo del período de consolidación de los derechos.

Con respecto al tratamiento contable dado a los planes de opciones sobre acciones en el nuevo BPGC [2007], entendemos que se ha buscado la similitud con la normativa internacional, si bien el contenido sólo hace referencia al reconocimiento, sin que se haya entrado en detalles de cómo deben tratarse las modificaciones, qué variables deben tenerse en cuenta a la hora de la valoración de las opciones, etc. No obstante, el regulador español puede remitir a la normativa internacional en los aspectos no regulados expresamente en el plan.

Para llevar a cabo el análisis descriptivo, el número total de planes de opciones sobre acciones propiamente dichas recogidos en nuestra muestra, durante el período 1999-2005, asciende a 79. No se han encontrado estudios similares realizados en nuestro país, por lo que los resultados se han comparado con los obtenidos en los planes establecidos, fundamentalmente, en EEUU, por dos motivos: a) porque es en aquel país donde más difusión y aplicación ha tenido este sistema retributivo; y, b) porque es donde más estudios de todo tipo se han realizado. Si bien, también se han recogido referencias a los planes de otros países donde se han realizado estudios similares a éste. De los resultados obtenidos se han extraído las siguientes conclusiones:

- La salida a la luz pública de este sistema retributivo, en España, se produjo con el caso de Telefónica en el año 1999, lo que podría explicar que durante el año 2000 se pusieran en marcha 23 planes de opciones sobre acciones (cuantía que supuso un 175% con respecto al año anterior). Sin embargo, el uso de las opciones sobre acciones no ha tenido en España el éxito que ha alcanzado en otros países, ya que los 79 planes identificados durante el período de estudio corresponden tan sólo a 37 empresas diferentes.
- El volumen de los planes de opciones sobre acciones en España (con una media de 1,6% del capital social) está lejos del alcanzado en EEUU, según todos los estudios consultados (que oscilan entre el 3% y el 4,7% del capital social). No obstante, hay que matizar que en EEUU dicho volumen varía sustancialmente, dependiendo del número de empresas utilizadas en la muestra y del año al que se dedique el estudio, así como el tipo de empresas al que se refiera, fundamentalmente, diferenciando entre las clasificadas como empresas de la llamada “nueva economía” y las que no lo son.
- La media obtenida del período de carencia (2,3 años), fase durante la cual no es posible que el beneficiario pueda ejercer la opción, no difiere mucho de la que se ha obtenido en los planes de otros países tales como EEUU (2,5 años), Alemania (2,6 años), Finlandia (2,3 años) o Japón (1,8 años).
- Los periodos de ejercicio, que se corresponden con la fase durante la que el beneficiario puede ejercitar las opciones, si así lo decide, pueden clasificarse en:

periodos largos de ejercicio (83%) o fechas determinadas de ejercicio (el resto). Además, algunos de los planes, con períodos largos de ejercicio (el 34%), tienen establecidas limitaciones para el ejercicio de las opciones, imponiendo el ejercicio escalonado, a razón de un medio, un tercio o un cuarto cada año que dure el período de ejercicio, según los planes. En caso de no producirse el ejercicio en esas fechas, se podrán ejercitar acumulativamente en los periodos siguientes. Las medias obtenidas de los periodos largos de ejercicio (3,3 años) y de fechas determinadas de ejercicio (0,91 meses al año, durante una media de 2 años) no se han podido comparar con respecto a los estudios realizados en otros países, ya que en éstos, esencialmente, se habla de periodo de carencia y vida total de la opción.

- Sumando el periodo de carencia y el de ejercicio se obtiene la vida total de la opción. La media obtenida para la muestra (5,6 años) se encuentra muy alejada de la que se da normalmente en los planes de EEUU (10 años), encontrándose más cerca de los planes de Finlandia (5,9 años), Japón (5,6 años) o Singapur (5 años).
- El precio de ejercicio en la mayoría de los planes (61,84%) se estableció “at the Money”, es decir, que se fijó a un valor similar al de cotización de las acciones en el momento de la entrega de las opciones. Otros planes presentan un precio de ejercicio “in the Money” (14,47%) o “out the Money” (3,95%). El resto de planes se corresponden con los otorgados antes de la salida a cotización de la empresa concedente, lo que no permite determinar si el precio de ejercicio es superior o inferior al valor de mercado, al no disponerse de dicho dato, y planes con precio de ejecución creciente a lo largo del período de ejercicio.
- En relación con los beneficiarios de los planes de opciones sobre acciones, cerca de la totalidad de los planes están dirigidos a la alta dirección de las empresas. Asimismo, algo más de la mitad de los planes incluyen a consejeros, sin que se pueda distinguir de qué tipo se trata, al no ser un dato normalmente proporcionado por parte de las empresas. En cuanto a la inclusión como beneficiarios al resto de trabajadores, distintos de los mencionados, se da en el 33% de los casos, dentro de los cuales tan sólo en 8 podrían considerarse planes de difusión amplia, es decir, destinados a más del 50% de los trabajadores.

- El procedimiento habitual de liquidación (78%) de los planes de opciones sobre acciones propiamente dichas suele ser el conocido como “*cash for stock*” que implica la entrega de las acciones a los beneficiarios a cambio del pago del precio de ejercicio. En otras ocasiones (18%) se ofrece a los beneficiarios la alternativa de elegir entre el anterior procedimiento o recibir la liquidación por diferencias. Dicha liquidación puede ser en acciones o en metálico. El resto de los casos se corresponden con la posibilidad de que la empresa se reserve el derecho de liquidar las opciones por el procedimiento habitual o por diferencias.
- El procedimiento de cobertura más utilizado en los planes de opciones sobre acciones ha sido la entrega de acciones propias (40,5% de los planes). En otros casos (15,63%), el anterior procedimiento se ha combinado con la formalización de un contrato de “*equity swap*” con alguna entidad financiera. Otros de los procedimientos más aplicados ha sido la realización de ampliaciones de capital (31,65%), recurriendo en la mayoría de los casos (56%) a utilizar como intermediario o agente a una o varias entidades financieras.
- En la práctica, la operación societaria que más alteraciones ha provocado en las condiciones iniciales de los planes de opciones sobre acciones ha sido el split de acciones, debido a que todas las empresas de la muestra, con planes de opciones en vigor, han recogido modificaciones de cara a evitar cierto perjuicio a los beneficiarios como consecuencia de dicha operación. Sin embargo, la ampliación de capital es la operación que menos ha modificado las condiciones iniciales de los planes, ya que frente a las más de 100 ampliaciones de capital, en el período 1999-2005, tan sólo, en un par de casos se alteraron las condiciones iniciales del plan para contemplar la nueva situación.
- En cuanto a las cancelaciones de los diferentes planes de opciones sobre acciones, se tiene conocimiento, a la fecha de elaboración de este estudio, que el 14% de los planes de la muestra no han llegado a su fin como consecuencia de su cancelación anticipada, debido a OPAs de exclusión (73%) y OPAs lanzadas sobre las sociedades titulares (18%).

Para llevar a cabo el estudio del grado de cumplimiento y del impacto de la NIIF 2 en las Cuentas Anuales del 2005 de las empresas cotizadas en España, tan sólo se dispuso de 14 empresas que hubieran utilizado esta normativa por tener planes de opciones sobre acciones establecidos con posterioridad al 7 de noviembre de 2002 y estar obligadas a elaborar estados financieros consolidados.

Del análisis de la información incluida en la Memoria por parte de las empresas afectadas por la NIIF 2, concluimos que el grado de cumplimiento es escaso, ya que de toda la información exigida, apenas se recogen algunos datos. Se ha comprobado que cerca del 80% de las empresas de la muestra suministran menos de la mitad de la información exigida.

Especialmente, podemos destacar la ausencia de información sobre las variables utilizadas a la hora de la valoración de las opciones (el 71% de las empresas suministran menos de tres datos de los diez exigidos por la normativa). Por ejemplo, si nos fijamos en la variable “volatilidad”, que es la más susceptible de ser manipulada y cuyo efecto sobre el valor de las opciones es directo, puesto que a mayor volatilidad, mayor valor de las opciones y viceversa, comprobamos que el 86% de las empresas no recogen su valor. Esta circunstancia unida al hecho de que la mitad de las empresas de la muestra, en este caso, no indican el modelo de valoración utilizado, acrecienta las dudas sobre la manipulación de datos, que podrían disiparse si las empresas suministrasen fiel información sobre los valores de las variables que han utilizado para llevar a cabo la valoración y una explicación del porqué han utilizado esos valores y no otros.

Esa opacidad detectada en la información suministrada dista mucho de cumplir con la normativa y ha limitado la extensión de este trabajo, pudiendo concluir que existe cierta reticencia a recoger determinados datos en la Memoria, no porque no se quiera comunicar esa información, ya que algunos de esos datos aparecen recogidos en otros documentos, tales como los folletos informativos.

En concreto, la falta de información sobre el modelo y las variables del mismo, podría explicarse por la ausencia de tradición en nuestro país en el manejo de los modelos de valoración de opciones sobre acciones. A este motivo, podría añadirse el hecho de que los estados financieros estudiados, correspondientes al ejercicio 2005, son los primeros que

se elaboran utilizando las normas internacionales. Esto ha supuesto un amplio esfuerzo y trabajo adicional para las empresas. Así pues, el cambio de normas contables, unido al hecho de que las normas internacionales son mucho más exigentes en cuanto a la información a incluir en la memoria, requiera de unos años de adaptación para su cumplimiento completo.

En referencia al impacto en la cuenta de pérdidas y ganancias del ejercicio 2005, como consecuencia de la inclusión de los gastos ocasionados por la entrega de planes de opciones sobre acciones, se puede concluir que éste ha sido escasamente significativo, tras analizar el efecto sobre los gastos de personal y, por ende, sobre los resultados de explotación.

Respecto a la comunicación del método de valoración utilizado, algo más de la mitad recoge que es el modelo binomial, mientras, que para el resto, es el modelo Black-Scholes. Estos resultados obtenidos contrastan con los de otros estudios realizados en otros países, donde en la mayoría de los casos el método utilizado ha sido el de Black-Scholes. Hemos de destacar que debería considerarse de forma positiva la utilización del modelo binomial, ya que éste permite utilizar diferentes valores de las variables a lo largo de la vida de la opción y presenta mayor flexibilidad a la hora de introducir las características propias de este tipo de opciones. Sin embargo, se puede significar que las empresas que afirman haber utilizado dicho método, no han explotado dichas ventajas, puesto que no han tenido en cuenta dichos aspectos y, si lo han hecho, no lo han reflejado en los datos de la memoria.

Respecto al impacto de la inclusión del gasto de estos planes en el ratio “beneficios por acción”, en su versión básica, ha sido poco significativo debido, fundamentalmente a que el volumen de los planes no ha sido tan importante como en otros países.

En cuanto al cálculo de los beneficios diluidos por acción, el hecho de que la mayoría de las empresas de la muestra no hayan considerado las opciones sobre acciones como efecto dilusivo sobre aquel ratio, ha impedido saber cómo ha afectado la inclusión de estos planes sobre dicho ratio. Hay que resaltar que el 63,63% de las empresas no han incluido las opciones sobre acciones en el cálculo de los beneficios diluidos por acción y, en ningún caso, se ha dado explicación alguna al respecto, ignorando también la normativa

internacional con respecto al cálculo de este ratio, que exige que se recoja información sobre tal extremo.

El efecto de la inclusión de los gastos por la entrega de opciones sobre acciones en otros ratios tales como “gastos de personal sobre ventas” o el “coste medio del personal” ha sido escasamente significativo debido a que ambos ratios apenas han sufrido variación teniendo en cuenta o no los citados gastos.

En definitiva, el impacto que la normativa internacional sobre los planes de opciones sobre acciones ha ejercido en las Cuentas Anuales, en referencia a la variación que el reconocimiento del gasto haya podido causar en la cuenta de resultados, en los beneficios por acción y en los ratios “gastos de personal sobre ventas” y “coste medio del personal” ha sido escasamente significativo. Ese escaso impacto está directamente relacionado con el volumen de los planes establecidos en nuestro país, que es muy reducido, habida cuenta que el único caso detectado, donde el volumen de los planes es sustantivamente superior al resto, sí presenta variaciones significativas en sus Cuentas Anuales.

La escasa información recogida en las Cuentas Anuales por parte de las diferentes empresas de la muestra, ha limitado la extensión de este trabajo, ya que dicha circunstancia ha impedido comparar los valores razonables obtenidos para las opciones y la estimación de las diferentes variables utilizadas, truncando nuestro objetivo de arrojar luz, a nivel práctico, de las dificultades que puede llevar consigo la operatividad de los modelos de valoración de opciones en el ámbito de la contabilidad.

Otra limitación en el momento de este estudio hace referencia al grado de disponibilidad de información referida tan sólo a un ejercicio económico, el 2005. De ahí que, como futura línea de investigación nos planteamos extender el estudio a un período de dos o tres años, para ver el impacto en las Cuentas Anuales, lo que seguramente permitirá obtener conclusiones más sólidas al respecto sobre la utilización de la citada norma y comprobar si, nuestro país, va a seguir la tendencia, dada en otros países, de abandonar el uso de las stock options por otros sistemas retributivos.

Asimismo, y en un futuro próximo, la investigación se extenderá a las empresas de otros países de la Unión Europea, también obligadas a utilizar la NIIF 2 a la hora de contabilizar sus opciones sobre acciones, lo que permitiría disponer de un mayor número de empresas para realizar el estudio y analizar el efecto de la nueva norma de una forma más global.

BIBLIOGRAFÍA

- ABOODY, D.; BARTH, M. E. y KASZNIK, R. (2001): *SFAS 123 Stock-Based compensation expense and equity market values* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=276881>. Research Paper Series Paper No 1694 (R) [Fecha consulta: 2/6/2005].
- (2004): *Firm's voluntary recognition of stock-based compensation expense*. Journal of Accounting Research, vol. 42, nº 2, pp. 123-150.
- ACCOUNTING PRINCIPLES BOARD (1972): APB Opinion 25: Accounting for Stock Issued to employees. AICPA. New York.
- ACERBI, G. (1998): *Osservazioni sulle stock options e sull'azionariato dei dipendenti*. Rivista della società, vol. 43, nº 5, pp. 1193-1257
- ACHARD, P.O y CASTELLO, V. (2000): *Partecipazione finanziaria e incentivazione del management*. Editorial Franco Angeli. Milán. Pág. 135.
- ACS, S.A. (1999): Hecho relevante nº 20056. El Consejo de Administración de ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS, S.A. ha adoptado establecer un Plan de Opciones sobre acciones para directivos de la compañía. [En línea] Registrado en la CNMV el 17 de diciembre de 1999. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 10/9/2006].
- (2004): Hecho relevante nº 50998. ACS informa sobre las características del Plan de Opciones sobre acciones de la sociedad acordados por su Consejo de Administración en sesión celebrada 01/07/2004. [En línea] Registrado en la CNMV el 2 de julio de 2004. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 10/9/2006].
- (2006): Cuentas anuales consolidadas correspondientes al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2005, elaboradas conforme a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) adaptadas por la Unión Europea. [En línea] <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 18/7/2006]

- ADAMS, C. P. (2005): *Moral hazard, time preferences and stock options* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=716841> [Fecha consulta: 15/6/2006].
- ADAMS, C. A.; WEETMAN, P.; JONES, E.A.E. y GRAY, S.J. (1999): *Reducing the burden of US GAAP reconciliations by foreign companies listed in the United States: the key question of materiality*. *The European Accounting Review*, nº 8, vol. 1, pp. 1-22.
- AGGARWAL, R. y SAMWICK, A.A. (1999): *The other side of the tradeoff: the impact of risk on executive compensation*. *Journal of Political Economy*, vol. 107, nº 1, pp. 65-105.
- AGUERRE HERRERA, I. J. (2000): *Prácticas de buen gobierno corporativo: el director independiente*. [En línea] *Revista Electrónica de Derecho Societario*. Julio. <http://www.societario.com/revista/2/doctrina/directorindependiente.htm> [Fecha consulta: 14/3/2004].
- AGUILAR PASTOR, E. M. (2000): *El diseño de la retribución de los directivos y su efecto sobre los resultados empresariales*. *Economía Industrial*, nº 333, pp. 131-148.
- AGUILERA, I. (2002): *Stock options, ¿opción de futuro?* *Dirección y Progreso*, nº 181, pp. 42-47.
- AGUT GARCÍA, C. (2001): *La participación de los trabajadores en la propiedad de la empresa en España* [En línea] <http://www.csmb.unimo.it/index/other/carmen.pdf> [Fecha consulta: 15/9/2006].
- ALCOVER GARAU, G. (1995): *La retribución de los administradores de las sociedades de capital (coordinación de su régimen jurídico mercantil, laboral, tributario y contable)*. *Revista de Derecho de Sociedades*, nº 5, pp. 131-146.
- ALDEASA, S.A. (2000): Hecho relevante nº 24023. La Junta General Ordinaria y Extraordinaria de Accionistas de Aldeasa, celebrada el día 07/06/2000, aprobó la aplicación de un Plan de retribución referenciado al valor de cotización de la acción de la compañía para el personal directivo, incluidos los consejeros ejecutivos y otros empleados de la sociedad. [En línea] Registrado en la CNMV el 28 de julio de 2000. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 10/9/2006].
- (2002): Hecho relevante nº 36104. La Sociedad remite acuerdos adoptados en la Junta General Ordinaria y Extraordinaria celebrada el día 17/06/02. [En línea] Registrado en la CNMV el 19 de junio de 2002. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 10/9/2006].

- ALONSO ESPINOSA, F.J. (2001): *Comentario a los Arts. 292, 293 y 294 LSA*. Incluido en ARROYO, I. y EMBID, J.M. (Dir.): "Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas", Editorial Tecnos, vol. III, Madrid, pp. 2811-2826.
- ALONSO GONZÁLEZ, L.M. (2002): *Fiscalidad de las stock options*. Incluido en "Stock options, tres perspectivas: mercantil, laboral y fiscal". Editorial Aranzadi, Navarra, pp. 113-152.
- ALONSO LEDESMA, C. (1999): *La reforma de la sociedad cotizada*. Revista de Derecho de Sociedades, nº 12, pp. 13-57.
- ALONSO PÉREZ, A. y POUSA SOTO, R. (2002a): *Provisión por depreciación de acciones propias*. Incluido en "Consultas al ICAC (1990-2001): Comentarios y casos prácticos". Editorial CISS, Valencia, pp. 370-372.
- (2002b): *Retribución de los administradores*. Incluido en "Consultas al ICAC (1990-2001): Comentarios y casos prácticos". Editorial CISS, Valencia, pp. 393-397.
- (2002c): *Stock options*. Incluido en "Consultas al ICAC (1990-2001): Comentarios y casos prácticos". Editorial CISS, Valencia, pp. 529-537.
- ALTADIS, S.A. (2000): Hecho relevante nº 24031. La Junta General Ordinaria de Accionistas de Altadis celebrada el día 21/06/2000, acordó establecer un Sistema de Retribuciones consistente en la entrega de derechos de opción para la adquisición de acciones de la sociedad destinado a Consejeros Ejecutivos, Directivos y Empleados del Grupo Altadis. [En línea] Registrado en la CNMV el 28 de julio de 2000. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 10/9/2006].
- ALVARADO RIQUELME, M.; TORVISCO MANDÓN, B.; ANGUITA, F. y OLÍAS DE LIMA, R. (2003): *Estudio de la problemática de las obligaciones convertibles como instrumento de financiación empresarial*. Revista de Contabilidad y Tributación: comentarios, casos prácticos, nº 283, pp. 199-226.
- ALVÁREZ ARJONA, J.M. y AREITIO BASAGOITI, A. (2004): *Régimen laboral/Planes de opciones sobre acciones*. Incluido en Alvaréz Arjona, J.M. y Carrasco Perera, A. (Dir.): "Fusiones y adquisiciones de empresas", Editorial Thomson-Aranzadi, Pamplona, pp. 791-873.
- ÁLVAREZ GÁLVEZ, J. (1999): *La retribución por competencias*. Boletín del Círculo de Empresarios, nº 64, Madrid, pp. 11-19.
- ALVÁREZ OTERO, S. y GONZÁLEZ MENDEZ, V. M. (2004): *Comportamiento operativo de las salidas a bolsa en España*. Revista de Contabilidad y Tributación: comentarios y casos prácticos, nº 250, pp. 81-112.

- ALVÁREZ VIJANDE, J. (2005): *Las comisiones de nombramientos y retribuciones*. Dirección y Progreso: Revista de la Asociación para el Progreso de la Dirección, nº 201, pp. 50-53.
- AMADEUS, IT GROUP (1999): Folleto Informativo completo. Oferta Pública de suscripción y venta de acciones [En línea] Inscrito y registrado en la CNMV el 1/10/1999. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 15/4/2005].
- AMADOR FERNÁNDEZ, S. (2004): *Normas internacionales de contabilidad*. CEF. Biblioteca Empresarial Cinco Días. Madrid. Pág. 442.
- AMADOR FERNÁNDEZ, S. y HERNÁNDEZ VALERO, J.C. (1995): *Contabilización de la retribución de los administradores en una sociedad anónima*. Revista de Contabilidad y Tributación: comentarios y casos prácticos, nº 152, pp. 199-206.
- AMMANN, M. y SEIZ, R. (2005): *An IFRS 2 and FAS 123R compatible model for the valuation of Employee Stock Options*. Financial Markets and Portfolio Management, vol. 19, nº 4, pp. 381-396.
- AMAT SALAS, O.; GOWTHORPE, C. y PERRAMÓN COSTA, J. (2004): *Fiabilidad de la información contable. El caso de las empresas cotizadas*. XI Encuentro de Profesores Universitarios de Contabilidad (ASEPUC). Granada, 3 y 4 de junio de 2004.
- ANDERSON, M.; BANKER, R. y RAVINDRAN, S. (2000): *Executive compensation in the information technology industry*. Management Science, vol. 46, pp. 530-547.
- ANDÚJAR SANTOS, J.J. (2002a): *Aproximación a los aspectos societarios de las stock options*. Incluido en Sagarra Trías, E. (Dir.): "Las stock options en España". Editorial Deusto, Bilbao, pp. 86-107.
- (2002b): *Las comunicaciones a la Comisión Nacional del Mercado de Valores*. Incluido en Sagarra Trías, E. (Dir.): "Las stock options en España". Editorial Deusto, Bilbao, pp. 108-114.
- ANTLE, R. y SMITH, A. (1986): *An empirical investigation of the relative performance evaluation of corporate executives*. Journal of Accounting Research, vol. 24, nº 1, pp. 1-39.
- APELLÁNIZ GÓMEZ, M.T. y APELLÁNIZ GÓMEZ, P. (2001): *Registro contable de las operaciones de fusión de empresas: fusiones de intereses, fusiones de adquisición y fusiones impropias*. Técnica Contable, nº 625, vol. 53, pp. 25-52.
- APOSTOLOU, N.G. y CRUMBLEY, D.L. (2001): *Accounting for stock options. The controversy continues*. [En línea] CPA Journal Online. <http://www.luca.com/cpajournal> [Fecha consulta: 13/11/2006].

- (2005): *Accounting for stock options* [En línea] CPA Journal Online <http://www.luca.com/cpajournal> [Fecha consulta: 20/2/2006].
- ARCE GISBERT, M. Y GINER INCHAUSTI, B. (2005): *El tratamiento contable sobre las opciones en la NIIF 2*. Partida Doble, nº 167, junio, pp. 28-43.
- ARCELOR, S.A. (2003): Hecho Relevante nº 43227. En el marco de la autorización concedida por la Junta General de Accionistas de Arcelor celebrada el día 25/04/03, Arcelor ha adoptado la decisión de llevar a cabo un Plan de Opción sobre Acciones (Stock Options). [En línea] Registrado en la CNMV el 8 de julio de 2003. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 10/9/2006].
- (2006): Memoria anual 2005 [En línea] <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 18/7/2005].
- ARGANDOÑA, A. (2000a): *Los problemas éticos de las stock options en la remuneración de directivos*. Revista de finanzas y contabilidad, septiembre-octubre, pp. 23-38.
- (2000b): *Las opciones sobre acciones y la remuneración de directivos: un análisis económico y ético*. Harvard Deusto Business Review, nº 96, pp. 56-65.
- (2000c): *La remuneración de directivos mediante opciones sobre acciones: aspectos económicos y éticos* [En línea] www.iese.edu/research/pdfs/di-0411.pdf [Fecha de consulta: 20/11/2005].
- ARIÑO ORTIZ, G. Y ARIÑO SÁNCHEZ, R. (2002): *OPAs de exclusión: procedimiento administrativo y responsabilidad patrimonial de la administración*. Contenido en "Derecho de Sociedades. Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero". Editorial Mc Graw-Hill, Madrid, pp. 2599-2623.
- ARMSTRONG, C.S.; JAGOBINZEN, A.D. y LARCKER, D.F. (2007): *Timing of Employee Stock Options exercises and the cost of stock options grants* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=905280> [Fecha consulta: 15/5/2007].
- ARNOLD, M.C. (2003): *How to use stock and stock options for interest alignment: managerial investment behavior and portfolio considerations* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=422740> [Fecha consulta: 5/4/2005].
- ARRIZABALAGA, M.; TRILLAS, A. y BIURRUN, P. (2000): *Cuánto cobra un e-directivo*. Actualidad Económica, nº 2185, pp. 6-11.
- ARROW, K. J. (1991): *The economics of agency*. Incluido en Pratt, J. W. y Zeckhouser, R. J. (Ed.): "Principal and agents: the structure of business". Harvard Business School Press.

- ARROYO RODRÍGUEZ, A.M. (2004): *Opciones sobre acciones. Ética de la retribución de los altos directivos mediante el sistema de opciones sobre acciones*. Estudios Empresariales, nº 114, pp. 18-25.
- ASNESS, C.S. (2004): *Stock options and the lying liars who don't want to expense them*. Financial Analysts Journal, vol. 60, nº 4, pp. 9-14.
- ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS (AECA) (1996): *Gastos*. Documento nº 17 de "Principios Contables". AECA. Madrid. Págs. 86.
- (1999): *Marco Conceptual para la información financiera*. Serie Principios Contables. AECA. Madrid. Págs. 111.
- (2003): *Recursos propios*. Documento nº 24 de "Principios Contables". AECA. Madrid. Págs. 107.
- ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE DIRECTIVOS (2004): *Decálogo del Directivo* [En línea] <http://www.aed96.es/noticia.asp?id=79> [Fecha consulta: 11/11/2005].
- ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE EMPRESAS DE CONSULTORÍA (AEC) (2006): *El confuso futuro de las "stock options" en España: BBVA y Telefónica las abandonan; el BSCH las renueva en 2004* [En línea] <http://www.consultoras.org> [Fecha consulta: 10/12/2006].
- ATARES, M.L.: *Stock options, sí, pero para todos* [En línea] <http://www.contadoresaic.org/noticias/noti%202003/stock%20option.htm> [Fecha consulta: 22/6/2004].
- AVELLANEDA FERNÁNDEZ, J.A.: *Stock options (opciones sobre acciones)*. Asesoría fiscal del Inversor. Fiscalidad para torpes [En línea] <http://www.megaconsulting2000.com/megabolsa/stock.htm> [Fecha consulta: 8/6/2004].
- ÁVILA DE LA TORRE, A. Y MORALEJO MENENDEZ, I. (2000): *Los nuevos sistemas de retribución de los administradores, trabajadores y personal de alta dirección. La reforma introducida por la Ley 55/1999, de 29 de diciembre*. Incluido en García-Cruces González, J. A. (Coord.): "La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas", Editorial Tecnos, Madrid, pp. 185-212.
- AZOFRA PALENZUELA, V. (2004): *El gobierno de la empresa en perspectiva internacional*. Incluido en Bueno Campos, E. (Dir. y Coord.): "El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la eficacia". Ediciones Pirámide, Madrid, pp. 95-115.
- AZOFRA, F. (2003): *El Informe Winter sobre modernización del derecho societario en Europa*. Revista Actualidad Jurídica Uría & Menéndez nº 4 [En línea]

- http://www.uria.com/esp/actualidad_juridica/n4/art2.pdf [Fecha consulta: 2/6/2005].
- AZUAGA, C. (2005): *¿Qué son las acciones rescatables?* [En línea] <http://canales.elcomerciodigital.com/empresa/principiante/050213.htm> [Fecha consulta: 8/6/2005].
- BACHILLER, F. (2004): *Fusiones y adquisiciones*. Economistas, nº 101, pp. 58-67.
- BAGLIONI, G.: *Employee shareholding and financial participation* [En línea] <http://www.csmv.unimo.it> [Fecha consulta: 1/12/2005].
- BALSAM, S.; BARTOV, E. y YIN, J. (2004): *Disclosure versus recognition of option expense: an empirical investigation of SFAS No. 148 and Stock Returns*. [En línea] <http://www.0.gsb.columbia.edu/accounting/seminars/BARTOV.pdf> [Fecha de consulta: 15/12/2006].
- BALSAM, S.; MOZES, H.A. y NEWMAN, H.A. (2003): *Managing Pro Forma Stock Options expense under SFAS No. 123*. Accounting Horizons, vol. 17, nº 1, pp. 31-45.
- BANEGAS OCHOVO, R.; MANZANEQUE LIZANO, M.; SIMÓN SAIZ, A. y TEJEDO, F. (2006): *Análisis comparativo de las recomendaciones de los códigos de buen gobierno publicados en España*. Lan Harremanak: Revista de Relaciones Laborales (Ejemplar dedicado a: Responsabilidad social empresarial), nº 14, pp. 57-76.
- BANEGAS OCHOVO, R.; MANZANEQUE LIZANO, M. y TEJEDO, F. (2006): *Cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno*. Partida Doble, nº 182, pp. 52-69.
- BANEGAS OCHOVO, R.; SÁNCHEZ-MAYORAL GARCÍA-CALVO, F. y NEVADO PEÑA, D. (1998): *Análisis por ratios de los estados contables financieros (Análisis Externo)*. Editorial Civitas.Madrid. Págs. 414.
- BAÑEGIL ESPINOSA, A. (1998): *Los contratos de opción sobre acciones*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº 69, pp. 45-80.
- BARBAT, J.; ROMEO, I. Y GASSET, F. (2000): *Opciones sobre acciones: instrumentos de motivación, atracción y retención de talento*. Revista de Finanzas y Contabilidad, septiembre-octubre, pp. 12-18.
- BARIL, C.; BETANCOURT, L. y BRIGGS, J. (2007): *Valuing employee stock options under SFAS 123R using the Black-Scholes-Merton and lattice model approaches*. Accounting Education [En línea] <http://10.1016/j.jaccedu.2007.01.002> [Fecha consulta: 20/3/2007].

- BARRASUS GUIJARRO, P. (2000a): *Los nuevos incentivos: employee stock options*. Iniciativa emprendedora y empresa familiar, nº 22, pp. 14-20.
- (2000b): *Empleados con acciones. Los planes de participación accionarial para el personal (ESOP)*. Iniciativa emprendedora y empresa familiar, nº 24, pp. 22-27.
- BARRIER, M. (1994): *A possible threat to stock options*. Nation's Business, nº 8, vol. 82, pp. 27-29.
- BARRILERO, R. (2003): *En retribución, los directivos marcan la pauta*. Capital Humano, nº 164, marzo, pp. 64-68.
- BARRIO TELLADO, M. J. (2000): *Aspectos contables de las operaciones de permuta financiera y comercial: swaps y barter*. AECA. Madrid. Págs. 241.
- BARRO, J.R. y BARRO, R.J. (1990): *Pay, performance and turnover of bank CEO's*. Journal of Labor Economics, vol. 8, nº 4, pp. 448-481.
- BARRON, J. M. y WADDELL, G.R. (2005): *Work hard, not smart: stock options in executive compensation* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=616743> [Fecha consulta: 2/1/2006].
- BARTH, M.E.; CLINCH, G. y SHIBANO, T. (2003): *Market effects of recognition and disclosure*. Journal of Accounting Research, vol. 41, nº 4, pp. 581-609.
- BASTIDAS, M. C. (2002): *Opciones sobre acciones para empleados: algunos aspectos contables* [En línea] Informe área de negocios <http://www.ust.cl/medios/downloads/negociosseptiembre.pdf> [Fecha consulta: 22/11/2004].
- BARTOV, E. y MOHANRAM, P. (2004): *Private information, earnings manipulations and executive stock options exercise*. The Accounting Review, vol. 79, nº 4, pp. 889-920.
- BAYONA GIMÉNEZ, R. (2002): *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*. Editorial Aranzadi. Navarra. Págs. 486.
- BBVA (2000): Folleto específico sobre los Sistemas de Retribución referenciados al valor de la acción de Argentaria y de asignación de opciones sobre acciones del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria. [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV con fecha de 22 de junio de 2000. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 15/7/2006].
- BEAR STEARNS (2005): *2004 Earning impact of stock options on the S&P 500 and NASDAQ 100 earnings*. Bear Stearns Equity Research Publication. March 21.

- BEBCHUK, L.A. y FRIED, J.M. (2003): *Executive compensation as an Agency Problem*. Journal of Economic Perspectives, vol. 17, nº 3, pp. 71-92.
- (2004): *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*. Cambridge: Harvard University Press. [En línea] <http://ssrn.com/abstract=537783> [Fecha consulta: 3/4/2006].
- (2005): *Pay without performance: overview of the issues*. Journal of Applied Corporate Finance, vol. 17, nº 4, pp. 8-23.
- BEBCHUK, L.A.; FRIED, J.M. y WALKER, D.I. (2002): *Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation* [En línea] <http://www.nber.org/papers/w9068> [Fecha consulta: 15/11/2006].
- BELDA, R. y ESPINOSA DE LOS MONTEROS, S. (2006): *Retribución de los consejeros*. Incluido en VIVES, F. y PÉREZ-ARDÁ, J. (Coord.): "La sociedad cotizada", Editorial Marcial Pons, Madrid, pp. 361-406.
- BELL, T.B.; LANDSMAN, W.R.; MILER, B.L. y YUN S. (2001): *The valuation implications of employee stock options accounting for computer software firms*. [En línea] <http://ssrn.com/abstract=227888> [Fecha consulta: 25/6/2006].
- (2002): *The valuation implications of employee stock options accounting for profitable computer software firms*. Accounting Review, vol. 77, nº 4, pp. 971-996.
- BELLVEHÍ MUÑOZ, J. (2002a): *Modalidad de sistemas retributivos referenciados al valor de las acciones*. Incluido en Sagarra Trías, E. (Dir.): "Las stock options en España". Editorial Deusto, Bilbao, pp. 25-52.
- (2002b): *Características del activo subyacente: acciones sin voto, acciones rescatables, la prenda y el usufructo*. Incluido en Sagarra Trías, E. (Dir.): "Las stock options en España". Editorial Deusto, Bilbao, pp. 53-67.
- (2002c): *Ámbito contractual de las stock options*. Incluido en Sagarra Trías, E. (Dir.): "Las stock options en España". Editorial Deusto, Bilbao, pp. 68-85.
- BENS, D.; NAGAR, V. y WONG, M.H.F. (2002): *Real investment implications of Employee Stock Option exercises*. Journal of Accounting Research, vol. 40, nº 2, pp. 359-393.
- BENS, D.; NAGAR, V.; SKINNER, D.J. y WONG, M.H.F. (2003): *Employee stock options, EPS dilution and stock repurchases*. Journal of Accounting and Economics, vol. 36, pp. 51-90.

- BERCHÉ, E. y GARCÍA APARICIO, M. (1999): *Vivienda, stock options, seguros y otras retribuciones*. Revista de Finanzas y Contabilidad, nº 32, Noviembre-Diciembre, pp. 22-26.
- BERGMAN, N.K. y JENTER, D. (2007): *Employee sentiment and stock option compensation* [En línea] Journal of Financial Economics. <http://101016/jfineco.2006.01.008> [Fecha de consulta: 15/2/2007].
- BERLÉ, A.A. y MEANS, G. (1932): *The modern corporation and private property*. New York, Mamillan Company.
- BERNSTEIN, L.A. (1996): *Análisis de estados financieros*. Editorial Deusto. Bilbao. Págs. 209.
- BESTEIRO VARELA, M.A. y SÁNCHEZ ARROYO, G. (1996): *Contabilidad financiera y de sociedades II*. Editorial Pirámide. Madrid. Págs. 472.
- BETTIS, J.C.; BIZJAK, J.M. y LEMMON, M.L. (2003): *The cost of Employee Stock Options* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=376440>. [Fecha de consulta: 20/1/2006].
- BIAGI, M. y TIRABOSCHI, M.: *La partecipazione finanziaria dei lavoratori in Italia: considerazioni de iure condito e prospettive de iure condendo* [En línea] <http://www.csmb.unimo.it> [Fecha consulta: 1/12/2005].
- BLACK, F. y SCHOLES, M. (1973): *The pricing of options and corporate liabilities*. Journal of Political Economy, vol. 81, nº 3, pp. 637-659.
- BLANCO, R. (2003): *Los nuevos retos de la gestión corporativa*. Bolsa de Madrid, julio, pp. 38-44.
- BLANPLAIN, R.: *The financial participation of workers and the role of the social partners. The belgian case* [En línea] <http://www.csmb.unimo.it> [Fecha consulta: 1/12/2005].
- BLANQUERT UBEROS, R. (1995): *La retribución de los administradores, su constancia estatutaria y la atribución de facultades de concreción a la Junta General*. Incluido en “Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Manuel Broseta Pont”, vol. 1, pp. 397-452.
- BLOOMBIELD, R. y LIBBY, R. (1996): *Market reactions to differentially available information in the laboratory*. Journal of Accounting Research, vol. 34, nº 2, pp. 183-207.

- BODEGAS Y BEBIDAS, S.A. (2001): OPA de Bodegas y Bebidas, S.A. que formula Allied Domecq España, S.A. [En línea] <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 15/1/2007].
- BODIE, Z.; KAPLAN, R.S. y MERTON, R.C. (2003): *Las opciones sobre acciones son un gasto*. Harvard Deusto Business Review, nº 115, Julio-Agosto, pp. 85-94.
- BOLSA DE MADRID (SERVICIO DE ESTUDIOS) (2002): *La regulación de OPAs: tema de debate en la UE y en España*. Bolsa de Madrid, Octubre, pp. 12-18.
- (2003): *Las nuevas reglas del buen gobierno corporativo*. Bolsa de Madrid, Enero, pp. 10-29.
- BORRÁS, P. (1994): *Problemática contable de los contratos de futuros y opciones*. Partida Doble, nº 45, pp. 14-19.
- BORREGO RODRÍGUEZ, A. y GARCÍA ESTÉVEZ, P. (2002): *Productos financieros: sus mercados, valoración y estrategias de inversión*. Editorial Pearson Educación. Madrid. Págs. 366.
- BOTOSAN, C.A. y PLUMLEE, M.A. (2001): *Stock option expense: the sword of Damocles revealed*. Accounting Horizons, vol. 15, nº 4, pp. 311-327.
- BOYD, T.; BROWN, P.R. y SZIMAYER, A. (2007): *What determines early exercise of Employee Stock Options in Australia?* [En línea] <http://www.apra.gov.au> [Fecha consulta: 15/5/2007].
- BOYLE, G.; CLYNE, S. y ROBERTS, H. (2006): *Valuing Employee Stock Options: Implications for the implementation of NZ IFRS 2*. Pacific Accounting Review, vol. 18, nº 1, pp. 3-20.
- BOYLE, P. P. (1977): *Options: Montecarlo approach*. Journal of Financial Economics, vol. 4, may, pp. 323-338.
- (1986): *Option valuation using a three-jump process*. International Option Journal, vol. 3, pp. 7-12.
- BOYLE, P. P.; JHA, R.; KENNEDY, J.S. y TIAN, W. (2007): *Stock and option proportions in executive compensation* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=991943> [Fecha consulta: 15/6/2007].
- BOZZI, S. (2002): *Non tradicional stock options: what about efficiency* [En línea] <http://www.icer.it/workshop/paper.html> [Fecha consulta: 2/6/2005].

- (2004): *Non traditional stock options for the undiversified executive* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=498402> [Fecha consulta: 15/6/2006].
- BRANDES, P.; HADANI, M. y GORANOVA, M. (2006): *Stock options expensing: An examination of agency and institutional theory explanations*. Journal of Business Research, vol. 59, pp. 595-603.
- BRENNAN, M. J. y SCHWARTZ, E. S. (1977): *The valuation of american put options*. Journal of Finance, vol. 34, may, pp. 449-462.
- (1978): *Finite difference methods and jump processes arising in the pricing of contingent claims: a synthesis*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 13, september, pp. 462-474.
- BRENNER, M. y SUNDARAM, R.K. (2000): *Altering the terms of executive stock options*. Journal of Financial Economics, nº 57, pp. 103-129.
- BRENNER, M.; SUNDARAM, R. y YERMACK, D. (1998): *Altering the terms of executive stock options* [En línea] New York University. Center for Law and Business. Working Paper No. 98-001 <http://ssrn.com/abstract=114288> [Fecha consulta: 5/6/2006].
- BROOKS, R.; CHANCE, D. y CLINE, B.N. (2006): *Private information and the exercise of executive stock options* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=804564> [Fecha consulta: 15/6/2006].
- BROWN, S.P. (2004): *Model measurements* [En línea] The Financial Journalist, vol. 19. <http://www.industryailot.net> [Fecha consulta: 15/6/2005].
- BROWN, L.D. y LEE, Y. (2006): *The impact of SFAS 123R in option-based compensation*. [En línea] <http://ssrn.com/abstract=930818> [Fecha consulta: 15/1/2007].
- BROWNLEE, R. y LYNCH, L.J. (2001): *Accounting for stock options* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=908077> [Fecha consulta: 3/6/2006].
- BRUSLERIE, H. DE LA y DEFFAINS-CRAPSKY, C. (2000): *Stock options and incentive equilibrium between managers and shareholders: the french case* [En línea] Université Paris I Sorbonne, UFR Gestion, CREFIB Working Paper No. 99-05 <http://ssrn.com/abstract=261322> [Fecha consulta: 15/6/2006].
- BSCH (2000): Folleto Informativo Continuado [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV con fecha de 18 de mayo de 2000. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 15/7/2006].

-
- (2003): Folleto Informativo Continuado [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV con fecha de 20 de junio de 2003. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 15/7/2006].
- (2006): Cuentas anuales consolidadas e Informe de Gestión correspondientes al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2005, junto con el Informe de Auditoría independiente [En línea] <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 18/7/2006].
- BUENO CAMPOS, E. J. (2001): *El gobierno de la empresa en España: presente y futuro de la sociedad del conocimiento*. Economistas, año 19, nº 87, pp. 306-311.
- (2002): *Códigos de Buen Gobierno: situación actual y posibles reformas*. Dirección y progreso: Revista de la Asociación para el Progreso de la Dirección, nº 184, pp. 31-37.
- BULCKE, F. van de (2000): *A company perspective on financial participation in the European Union: objectives and obstacles* [En línea] http://ec.europa.eu/employment_social/labour_law/docs/finpartjobs_en.pdf [Fecha consulta: 20/7/2005].
- BULOW, JEREMY I. y SHOVEN, JOHN B. (2005): *Accounting for stock options* [En línea] Research Paper Series Paper No. 1848 (R1) <http://ssrn.com/abstract=521882> [Fecha consulta: 2/6/2005].
- BURNS, N. y KEDIA, S. (2006): *The impact of performance-based compensation on misreporting*. Journal of Financial Economics, vol. 79, pp. 35-67.
- CABALLERO, A. y NICOLÁS, R. (2004): *Las stock options salen a flote*. Actualidad Económica, Julio, pp. 4-7.
- CACHÓN BLANCO, J. (1996): *Las ofertas públicas de venta de valores negociables*. Editorial Dykinson. Madrid. Págs. 452.
- (2002): *El régimen jurídico de la sociedad anónima cotizada en bolsa de valores, con especial referencia a la incidencia en el tema de las leyes 37/1998, 50/1998 y 55/1999 y de otros desarrollos propios del mercado de valores*. Contenido en "Derecho de Sociedades. Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero". Editorial Mc Graw-Hill, Madrid, pp. 2625-2681.
- CADENILLAS, A.; CVITANIC, J. y ZAPATERO, F. (2006): *Executive stock options as a screening mechanism* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=749604> [Fecha consulta: 16/9/2006].
- CADBURY COMMITTEE (1992): *The financial aspects of Corporate Governance*. Londres.

- CAI, J. (2004): *Accounting for Employee Stock Options: an economic perspective* [En línea] <http://www.ideas.org> [Fecha consulta: 15/3/2006].
- CAIRNS, D. (2006): *The use of Fair Value in IFRS*. Accounting in Europe, vol. 3, nº 1, pp. 5-22.
- CAMPBELL, C. y WASLEY, C.E. (1999): *Stock based incentive contracts and managerial performance. The case of Ralston Purina Company*. Journal of Financial Economics, vol. 51, pp. 195-217.
- CAMPOFRÍO ALIMENTACIÓN, S.A. (2000): Folleto Informativo Completo. Aumento de capital de Campofrío Alimentación S.A. mediante emisión de acciones rescatables [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV en octubre de 2000. <http://www.cnmv.es>. [Fecha consulta: 20/4/2006].
- (2002): Folleto Informativo Completo. Aumento de capital de Campofrío Alimentación, S.A. por importe efectivo de 99.891.466,29 € mediante la emisión de 13.160.931 acciones ordinarias [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV el 20 de abril de 2002. <http://www.cnmv.es>. [Fecha consulta: 20/4/2006].
- (2002): Hecho relevante nº 35891. El Consejo de Administración de la sociedad ha acordado proceder a un ajuste del precio de ejercicio utilizado en la fórmula de cálculo de las acciones a percibir según el Plan de Retribución 2000-2003. [En línea] Registrado en la CNMV el 6 de junio de 2002. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 10/9/2006].
- CAÑIBANO CALVO, J. L. (2005): *La reforma contable en España* [En línea] Ponencia presentada al 1er Congreso de la Asociación Catalana de Contabilidad y Dirección. Barcelona, 26 y 27 de mayo. http://www.accid.org/congres/docs/sessions/conf_doenda.pdf [Fecha consulta: 16/1/2006].
- CANIL, J.M. y ROSSER, B.A. (2007): *Evidence that large CEO stock option grants are detrimental to shareholders* [En línea] Congreso organizado por EFMA y celebrado en Viena. <http://www.efmaefm.org> [Fecha consulta: 20/6/2007].
- CARAZO MURIEL, J.A. (2003): *Códigos de buen gobierno corporativo: una década de buenas intenciones*. Capital Humano, nº 163, pp. 60-66.
- CARBAJALES, M. (2003): *Hacia un buen gobierno corporativo*. Análisis Financiero, nº 90, pp. 89-97.
- CARPENTER, J.N. (1998): *The exercise and valuation of executive stock options*. Journal of Financial Economics, vol. 48, nº 2, pp. 127-158.
- CARPENTER, J.N. y REMMERS, B. (2001): *Executive stock option exercises and inside information*. Journal of Business, vol. 74, nº 4, pp. 513-534.

- CARR, P. y LINETSKY, V. (2000): *The valuation of executive stock options in an intensive-based framework*. European Finance Review, vol. 5, nº 3, pp. 211-230.
- CARRASCO GALLEGO, A. y LAFFARGA BRIONES, J. (2006): *Los códigos de buen gobierno y la diversidad*. XII Encuentro de ASEPUC. Burgos, 31 de mayo al 2 de junio de 2006.
- CARTER, M.E. y LYNCH, L.J. (2001): *An examination of executive stock options repricing*. Journal of Financial and Economics, nº 67, pp. 201-225.
- (2003): *The consequences of the FASB's 1998 proposal on accounting for stock option repricing*. Journal of Accounting and Economics, vol. 35, nº 1, pp. 51-72.
- CASADO BELMONTE, M. P. (2004): *La NIC 19: Retribuciones a los empleados*. Partida Doble, nº 157, Julio-Agosto, pp. 6-24.
- CASANOVAS PARELLA, I. y MANZANO GARCÍA, I. (2003): *Retribuciones a empleados: NIC 19*. Revista del Instituto de Estudios Económicos, nº 4, pp. 339-393.
- CASILDA, R. y PONCE, B. (1990): *Los productos financieros para las PYME (2)*. Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa (IMPI). Madrid. Págs. 97.
- CASTRILLO LARA, L. y MARCOS NAVEIRA, M.S. (2001): *La reforma de la IV y VII Directiva: introducción del valor razonable en la normativa contable europea*. Técnica Contable, nº 628, pp. 303-308.
- CERVANTES, M. (1999): *La paga variable en IBM España*. Boletín del Círculo de Empresarios, nº 64, pp. 21-29.
- CERVERA OLIVER, M. (2002): *Derechos de suscripción preferente: normativa española y regulación del IASC*. Partida Doble, nº 131, marzo, pp. 6-33.
- CHANCE, D. (2004): *Expensing executives stock options: sorting out the issues* [En línea] Working Paper, Luisiana State University <http://ssrn.com/abstract=590324> [Fecha consulta: 15/6/2006].
- CHANCE, D.M.; KUMAR, R. y TODD, R.B. (2000): *The repricing of executive stock options*. Journal of Financial Economics, nº 57, pp. 129-154.
- CHARLO MOLINA, M. J. (2005): *Normativa contable de operaciones de permuta financiera: NIC y SFAS*. Técnica Contable, nº 671, pp. 4-11.
- CHAVES MARÍN, R. (1998): *El sistema de pensiones en los Estados Unidos* [En línea] <http://www.supen.fi.cr/public/pensusa.htm> [Fecha consulta: 8/6/2005].

- CHOE, C. y YIN, X. (2004): *Should executive stock options be abandoned?* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=600281> [Fecha consulta: 15/6/2006].
- CHOUDHARY, P.; RAJGOPAL, S. y VENKATACHALAM, M. (2006): *Accelerated vesting of employee stock options in anticipation of FAS 123-R* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=813287> [Fecha consulta: 5/6/2006].
- CICCOTELLO, C. S. y TERRY, C. (1995): *Employee stock options accounting changes*. *Journal of Accounting*, vol. 179, nº 1, pp. 72-76.
- CICCOTELLO, C. S.; GRANT, C.T. y GRANT, G.H. (2004): *Impact of Employee Stock Options on Cash Flow*. *Financial Analysts Journal*, vol. 60, nº 2, pp. 39-46.
- CICCOTELLO, C. S.; GRANT, C. T. y WILDER, M. (2004): *What is Six plus one? An analysis of Re-priced Stock Options* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=591745> [Fecha consulta: 3/6/2005].
- CIE AUTOMOTIVE, S.A. (2002): Folleto Informativo Completo: ampliación de capital mediante la emisión de 11.400.000 acciones como consecuencia de la fusión por absorción de Egaña, S.A. [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV en julio de 2002. <http://www.cnmv.es>. [Fecha consulta: 20/4/2006].
- (2004): Hecho relevante nº 51782. En relación con los hechos relevantes de 2/08/02 y 1/06/03, que ciertos beneficiarios del plan de opciones sobre acciones de CIE AUTOMOTIVE, S.A. han procedido a suscribir con la Sociedad un documento de resolución de los contratos de concesión de opciones sobre acciones firmados el 23 de junio de 2.003, considerándose por lo tanto liquidados los derechos reconocidos a su favor en dichos contratos. [En línea] Registrado en la CNMV el 2 de agosto de 2004. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 10/9/2006].
- CINTRA, S.A. (2006): Cuentas anuales consolidadas correspondientes a los ejercicios 2004 y 2005 [En línea] <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 18/7/2006].
- CÍRCULO DE EMPRESARIOS (2002): *El gobierno de las sociedades cotizadas* [En línea] <http://www.circulodeempresarios.org> [Fecha consulta: 17/10/2005].
- CIRIACO FERNÁNDEZ, A. (2006): *Reforma de los estados de las cuentas anuales. Ante el avance imparable de las normas internacionales*. *Partida Doble* nº 180, septiembre, pp. 108-119.
- COCCO, A. y IVANCEVICK, D. (1995): *Recognition or footnote disclosure of compensatory fixed stock options?* *CPA Journal Online*. Noviembre [En línea] <http://www.nysscpa.org/cpajournal/1995/Nov95/a1195.htm> [Fecha consulta: 1/2/2006].

- COLES, J.L.; DANIEL, N.D. y NAVEEN, L. (2006): *Managerial incentives and risk-taking*. Journal of Financial Economics, vol. 79, pp. 431-468.
- COLINA ROBLEDO, A. (1995): *El salario*. Monografías laborales. Editorial CISS. Valencia.
- COLLAZO YELPO, P. (2004): *Retribución ajustada a rendimiento relativo: el caso de las opciones indizadas*. Revista de Derecho de Sociedades, nº 23, pp. 145-161.
- COLLER, M. y HIGGS, J. L. (1997): *Firm valuation and accounting for Employee Stock Options*. Financial Analysts Journal, vol. 53, nº 1, pp. 26-34.
- COLMENAR VALDÉS, S. (2001): *La tributación de las opciones de compra de acciones a favor de empleados: estudio de una polémica*. Impuestos. Revista de Doctrina, Legislación y Jurisprudencia, nº 23, pp. 11-40.
- COMISIÓN EUROPEA (1991): Plan PEPPER I (Promotion of Employee participation in profits and enterprise results). Publicado en el Anexo 3/91 del folleto Europa Social.
- (1996): Plan PEPPER II (Promotion of Employee Participation by employed persons in profits and enterprise results (included equity participation) in member states). Com (96) 697 final de 8 de enero de 1997, no publicado en el Diario Oficial.
- (2001): Participación financiera de los trabajadores en la Unión Europa. Documento de trabajo de los servicios de la Comisión (SEC (2001) 1308).
- (2002): Comunicación de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social y al Comité de las regiones relativa a un marco para la participación financiera de los trabajadores. Bruselas a 5/7/2002, COM (2002) 364 final.
- (2003): Las opciones sobre acciones para trabajadores. El entorno jurídico y administrativo de las opciones sobre acciones para trabajadores en la UE [En línea] http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/support_measures/stock_options/final_report_stock_es.pdf [Fecha consulta: 15/1/2006].
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV) (1999): Una década de transformaciones en los mercados de valores españoles (1959-1999). Volumen conmemorativo del X aniversario de la creación de la CNMV. Madrid. Págs. 244.
- (2000a): Análisis de los resultados del cuestionario sobre el Código de Buen Gobierno 1999 [En línea] <http://www.cnmv.es/delfos/tendencias.htm> [Fecha de Consulta: 8/5/2001].

- (2000b): Circular 4/2000, de 2 de agosto, de la CNMV, por la que se establecen los modelos de las Comunicaciones de Derechos de opción y sistemas retributivos de Administradores y directivos en sociedades cotizadas
- (2000c): Memoria de la CNMV 2000 [En línea] <http://www.cnmv.es/publicaciones/memo2000.pdf> [Fecha consulta: 22/11/2004]
- (2001): Memoria de la CNMV 2001 [En línea] <http://www.cnmv.es/publicaciones/memo2001.pdf> [Fecha consulta: 22/11/2004].
- (2002a): Memoria de la CNMV 2002 [En línea] <http://www.cnmv.es/publicaciones/memo2002.pdf> [Fecha de consulta: 22/11/2004].
- (2002b): Qué debe saber de ... los derechos y responsabilidades del accionista. Guía informativa de la CNMV [En línea] http://www.cnmv.es/inversores/esp/orientacion/docs/guia_derechosdelaccionista.pdf [Fecha consulta: 5/4/2005].
- (2002c): Análisis de los resultados del cuestionario sobre el Código de Buen Gobierno relativo al ejercicio 2001 [En línea] Dirección de Mercados Primarios. Área de segmentos. Dirección General de Mercados e Inversores. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 18/7/2005].
- (2003a): Memoria de la CNMV 2003 [En línea] <http://www.cnmv.es/publicaciones/memo2003.pdf> [Fecha consulta: 22/11/2004].
- (2003b): Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas (Informe Aldama). Madrid, 8 de febrero.
- (2004a): Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la CNMV, sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a cotización en mercados secundarios oficiales de valores, y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas.
- (2004b): Guía informativa de la CNMV. ¿Qué debe saber de ... opciones y futuros? [En línea] <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 10/4/2004].
- (2004c): Memoria de la CNMV 2004 [En línea] <http://www.cnmv.es/publicaciones/memo2004.pdf> [Fecha de consulta: 25/1/2005].
- (2005): Memoria de la CNMV 2005 [En línea] <http://www.cnmv.es/publicaciones/memo2005.pdf> [Fecha de consulta: 5/6/2006].
- (2006): Informe del Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las sociedades cotizadas [En línea] <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 5/6/2006].

- COMITÉ ESPECIAL PARA EL ESTUDIO DE UN CÓDIGO ÉTICO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS SOCIEDAD (1998): El Gobierno de las sociedades cotizadas (Comité Olivencia) Madrid. Febrero.
- COMUNICADO DE PRENSA DE UGT (2003): La participación financiera de los trabajadores en las empresas debe ser objeto de la negociación [En línea] <http://www.ugt.es> [Fecha consulta: 25/7/2005].
- CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE (CBO) (2004): *Accounting for Employee Stock Options* [En línea] Congress of the United States. <http://www.cbo.org> [Fecha consulta: 25/7/2005].
- CONSEJO DE MINISTROS (2005): Acuerdo por el que se encomienda a la CNMV la unificación y actualización de las recomendaciones sobre el gobierno corporativo [En línea] <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 19/10/2005].
- CONSEJO EUROPEO (1992): Recomendación del Consejo, de 27 de julio de 1992, relativa al fomento de la participación de los trabajadores en los beneficios y los resultados de la empresa (incluida la participación en el capital). Diario Oficial L 245 de 26/8/1992.
- CONYON, M. J. y MURPHY, K. J. (1998): *The prince and the paper? CEO pay in the United States and United Kingdom*. The Economic Journal, nº 110, November, pp. 640-671.
- COPELAND, T. (1979): *Liquidity changes following stock splits*. Journal of Finance, vol. 34, nº 1, pp. 115-141.
- CÓRDOBA BUENO, M. (2001): *Guía de las stock options*. Ediciones Deusto, S.A. Bilbao. Págs. 319.
- (2003): *OPA. El control político de las sociedades cotizadas*. Editorial Thomson. Madrid. Págs. 277.
- CORE, J.E. y GUAY, W.R. (2001): *Stock options plan for non-executive employees*. Journal of Financial Economics, vol. 61, nº 2, pp. 253-287.
- (2002): *Estimating the value of Employee Stock Option portfolios and their sensitivities to price and volatility*. Journal of Accounting Research, vol. 40, nº 3, pp. 613-630.
- CORE, J.E.; GUAY, W.R. y KOTHARI, S.P. (2001): *The economic dilution of employee stock options: diluted EPS for valuation and financial reporting* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=183068> [Fecha consulta: 5/6/2006].

- CORPORACIÓN FINANCIERA ALBA, S.A. (2000): Hecho relevante nº 25083. Alba comunica que el día 30/09/2000 ha concluido el plazo para la adquisición del sistema de opciones sobre acciones de la sociedad. [En línea] Registrado en la CNMV el 4 de octubre de 2000. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 10/9/2006].
- CORTEFIEL, S.A. (1999): Folleto Informativo Completo. Modelo RV de ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente [En línea] <http://www.cnmv.es>. [Fecha consulta: 20/9/2006].
- (2006): Cuentas Anuales Consolidadas del ejercicio de 7 meses terminado el 30 de septiembre de 2005, elaboradas conforme a las Normas Internacionales de Información Financiera adaptadas en Europa e Informe de Gestión Consolidado. [En línea] <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 18/7/2006].
- COULTON, J.; JAMES, C. y TAYLOR, S. (2001): *The effect of compensation design and Corporate Governance on the transparency of CEO compensation disclosures*. [En línea] Working Paper, University of Technology, Sydney and University of Sydney <http://ssrn.com/abstract=273628> [Fecha consulta: 23/5/2006].
- COX, J.; ROSS, S. y RUBINSTEIN, M. (1979): *Option pricing: A simplified approach*. Journal of Financial Economics, nº 7, pp. 229-264.
- CRESPO ESPERT, J. L. (2004): *Trés décadas de la teoría de opciones*. Bolsa de Madrid, Febrero, pp. 28-33.
- CRESPO RODRÍGUEZ, M. (2004): *La transparencia en la información financiera de las empresas cotizadas*. Análisis Financiero, nº 94, pp. 10-27.
- CRON, W.R. y HAYES, R.B. (2004): *Accounting for stock options: measuring the real cost through time*. Mid-American Journal of Business, vol. 19, nº 2, pp. 13-21.
- CUERVO GARCÍA, A. (2004): *El gobierno de la empresa. Un problema de conflicto de intereses*. Incluido en Bueno Campos, E. (Dir. y Coord.): "El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la eficacia". Ediciones Pirámide, Madrid, pp. 115-135.
- CUERVO GARCÍA, A. y FERNÁNDEZ, A. I. (2001): *Decisiones financieras y valor de mercado de la empresa*. Incluido en Sánchez Fernández de Valderrama, J.L. (Dir.): "Curso de Bolsa y mercados financieros". Editorial Ariel. Barcelona.
- CUERVO GARCÍA, A.; FERNÁNDEZ, A. I. y GÓMEZ ANSÓN, S. (2002): *Mecanismos externos de control de la empresa: el papel de los bancos y el mercado de control en entornos de baja protección del inversor*. Ekonomiaz. Revista Vasca de Economía, nº 50, pp. 54-73.

- 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/lib/bibliotecaucm/Doc?id=10026392> [Fecha consulta: 15/12/2006].
- CVITANIC, J. WIENER, Z. y ZAPATERO, F. (2006): *Analytic pricing of Employee Stock Options* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=612881> [Fecha consulta: 15/7/2006].
- DAI, MIN y KUEN KWOK, Y. (2005): *Symmetry between Employee Reload options and shout call options* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=571281> [Fecha consulta: 2/6/2005].
- DAKDDUD, K. (1996): *New FASB rules on accounting for stock-based compensation* [En línea] <http://www.luca.com/cpajournal> [Fecha consulta: 1/2/2006].
- DAMODARAN, A. (2005): *Employee stock options (ESOPs) and restricted stock: valuation effects and consequences* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=841504> [Fecha consulta: 15/6/2006].
- DE MARTÍN MUÑOZ, A. (2005): *Algunas consideraciones en torno a la remuneración de los administradores de sociedades cotizadas tras la Recomendación europea de 14 de diciembre de 2004*. Revista de Derecho Mercantil, nº 257, pp. 1147-1168.
- DECHOW, P.M.; HUTTONH, A.P. y SLOAN, R.G. (1996): *Economic consequences of accounting for stock-based compensation*. Journal of Accounting Research, vol. 34, suplement, pp. 1-20.
- DEL REY GUANTER, S. y BONILLA BLASCO, J. (2001): *La naturaleza jurídica de las stock options*. Actualidad Laboral, nº 3, pp. 637-658.
- DELGADO PLANAS, C. (2003): *Compensación total: una visión eficiente de la retribución*. Capital Humano, nº 164, Marzo, pp. 58-62.
- DELOITTE & TOUCHE (2003a): Normas Internacionales de Contabilidad (IAS o NICs). Barómetro de Empresas nº 15. Segundo Semestre del 2002 [En línea] <http://iasplus.deloitte.es> [Fecha consulta: 1/10/2004].
- (2003b): 2003 Technology Stock compensation survey results [En línea] <http://www.deloitte.com> [Fecha consulta: 11/4/2005].
- (2004a): Share-based payment 2004. A guide to IFRS 2 [En línea] <http://iasplus.deloitte.es> [Fecha consulta: 11/11/2005].
- (2004b): Stock Options today: down but not out [En línea] <http://www.deloitte.com> [Fecha consulta: 11/4/2005].

- (2004c): Análisis sobre la situación actual de las empresas españolas en relación con el Buen Gobierno [En línea] http://iasplus.deloitte.es/contenidos/pdfs/ESTUDIO_GC2.pdf [Fecha consulta: 2/5/2005].
- (2004d): Normas Internacionales de Contabilidad (IAS o NICs). Barómetro de Empresas nº 18. Segundo Semestre de 2003 [En línea] <http://iasplus.deloitte.es> [Fecha consulta: 1/10/2004].
- (2006): Guía Rápida IFRS [En línea] <http://iasplus.deloitte.es> [Fecha consulta: 15/12/2005].
- DEMSETZ, H. y VILLALONGA, B. (2001): *Ownership structure and corporate governance*. Journal of Corporate Finance, vol. 7, pp. 209-233.
- DESBRIÈRES, P. (2006): *Les normes comptables actuelles permettent-elles une comptabilisation des stock-options à leur juste valeur?* Gestion 2000, nº 5, pp. 77-90.
- DESDENTADO BONETE, A. y LIMÓN LUQUE, M. A. (2002): *Las stock options como retribución laboral. A propósito de las sentencias del Tribunal Supremo de 24 de octubre de 2001*. Incluido en "Stock options, tres perspectivas: mercantil, laboral y fiscal". Editorial Aranzandi, Navarra, pp. 61-112.
- DESHMUKH, S.; HOWE, K.M. y LUFT, C. (2006): *Executive stock options: to expense or not?* Financial Management, vol. 35, nº 1, pp. 87-106.
- DEYÁ TORTELLA, B. (2004): *Análisis de los efectos de los planes de opciones sobre acciones (POA) en el marco del Behavioral Agency Model (BAM)*. Revista de Trabajo y Seguridad Social. Comentarios, Casos prácticos, Recursos Humanos, nº 257-258, pp. 153-200.
- DICCIONARIO de términos económicos y comerciales: Español-Inglés, Inglés-Español. Editorial Espasa Calpe. Madrid. Págs. 427.
- DÍEZ DE CASTRO, L. y MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, J. (1991): *Ingeniería financiera: la gestión en los mercados financieros internacionales*. Editorial Mc Graw-Hill. Madrid. Págs. 464.
- DÍEZ-PICAZO, L. (1995): *Los negocios de la sociedad con las propias acciones*. Incluido en AAVV: "Estudios jurídicos sobre la sociedad anónima", Madrid, pp. 189-213.
- DING, D.K. y SUN, Q. (2001): *Causes and effects of employee stock option plans: evidence from Singapore*. Pacific-Basin Finance Journal, vol. 9, pp. 563-599.

DIRECTIVA 77/91/CEE (Segunda) del Consejo de 13 de diciembre relativa a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y a las modificaciones de su capital (Diario Oficial L 26 de 31/1/1977).

DIRECTIVA 78/660/CEE (Cuarta) del Consejo, de 25 de junio de 1978, basada en la letra g) del apartado 3 del artículo 54 del Tratado y relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad (Diario Oficial L 222 de 14/8/1978).

DIRECTIVA 2001/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE, 83/349/CEE y 86/635/CEE en lo que se refiere a las normas de valoración aplicables en las cuentas anuales y consolidadas de determinadas formas de sociedad, así como de los bancos y otras entidades financieras (Diario Oficial L 282 de 27/10/2001).

DIRECTIVA 2003/6/CE, de 28 de enero de 2003, del Parlamento Europeo y del Consejo. Operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado) (Diario Oficial L 96 de 12/4/2003).

DIRECTIVA 2003/51/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2003, por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE, 83/349/CEE, 86/635/CEE y 91/674/CEE del Consejo sobre las cuentas anuales y consolidadas de determinadas formas de sociedad (Diario Oficial L 178 de 17/7/2003).

DIRECTIVA 2003/124/CE, de 22 diciembre de 2003, de la Comisión. Aplicación de la Directiva 2003/6/CE, de 28 de enero de 2003, sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado (Diario Oficial L 339 de 24/12/2003).

DIRECTIVA 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (Diario Oficial L 145 de 30/4/2004).

DIRECTIVA 2004/72/CE, de 29 de abril de 2004, de la Comisión. Aplicación de Directiva 2003/6/CE, de 28 de enero de 2003, en lo relativo a las prácticas de mercado aceptada, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de las operaciones sospechosas (Diario Oficial L 162 de 30/4/2004).

DIRECTIVA 2006/46/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2006 por la que se modifican las Directivas del Consejo 78/660/CEE relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad, 83/349/CEE relativa a las cuentas consolidadas, 86/635/CEE relativa a las cuentas anuales y a las cuentas consolidadas de los bancos y otras entidades financieras y 91/674/CEE relativa a las cuentas anuales y a las cuentas consolidadas de las empresas de seguros (Diario Oficial L 244 de 16/8/2006).

- DITTMANN, I. y MAUG, E.G. (2003): *Lower salaries and no options? On the optimal structure of executive pay* [En línea] http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=163914 [Fecha consulta: 2/6/2005].
- DOMÍNGUEZ GARCÍA, M. A. (2006): *Retribución de los administradores de las sociedades cotizadas. La Comisión de Retribuciones*. Incluido en "Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas". Editorial Aranzadi, Navarra, Tomo II, pp. 1055-1086.
- DOMÍNGUEZ-ALCAHUD, J. y MUNGUIRA, J. (1999): *Contrato tipo de stock options y/o colocación de acciones entre empleados*. Revista de Derecho de Sociedades, nº 11, pp. 315-321.
- DROBETZ, W.; PENSA, P. y SCHMID, M.M. (2007): *Estimating the cost of Employee Stock Options: evidence from Switzerland*. [En línea] <http://ssrn.com/abstract=743045> [Fecha consulta: 1/7/2007].
- DUQUE DOMÍNGUEZ, J. (2003): *El tráfico de acciones realizado por los administradores de sociedades anónimas pertenecientes a un grupo de sociedades*. Revista de Derecho de Sociedades, nº 20, pp. 51-65.
- DUQUE, J. F. (1971): *Prólogo*. A Rodríguez Artigas, F.: "Consejeros Delegados, Comisiones Ejecutivas y Consejos de Administración". Madrid.
- (2006): *Del Texto Refundido de la LSA de 1989 a la Ley de Transparencia de 2003: Hitos y situación actual del ordenamiento español en materia de gobierno corporativo*. Incluido en "Derecho de Sociedades Anónimas cotizadas". Editorial Aranzadi, Navarra, pp. 251-286.
- EBERHART, A.C. (2005): *Employee Stock Options as warrants*. Journal of Banking and Finance, vol. 29, nº 10, pp. 2409-2433.
- EFENDI, J.; SRIVASTAVA, A. y SWANSON, E.P. (2006): *Why do incorporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=547922> [Fecha consulta: 18/11/2006].
- EHRHARDT, M.C. (2003): *Employee incentive stock options: to be expensed or no to be, that is not the question* [En línea] University of Tennessee Finance Working Paper <http://ssrn.com/abstract=439780> [Fecha consulta: 15/6/2006].
- ELAYAN, F.A.; MEYER, T.O. y LI, J. (2006): *Accelerating vesting of Employee Stock Options to avoid expense recognition* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=953567> [Fecha consulta: 25/11/2006].

- ELAYAN, F.A.; PUKTHUANHONG, K. y ROLL, R. (2004): *To expense or no to expense employee stock options: the market reaction* [En línea] <http://repositories.cdlib.org> [Fecha consulta: 10/6/2006].
- EMANUEL, D. (2005): *Accounting for share-based payments under NZ IFRS-2*. University of Auckland Business Review, spring, pp. 39-44.
- EMBID IRUJO, J. M. y SALAS FUMAS, V. (2005): *El gobierno de los grupos de sociedades* [En línea] <http://fundacionalternativas.com> [Fecha consulta: 15/12/2005].
- ENGELHARDT, G.V. y MADRIAN, B.C. (2004): *Employee Stock Purchase Plans* [En línea] Boettner Center for Pensions and Retirement Research Working Paper No. BWP 2004-5. <http://ssrn.com/abstract=557139> [Fecha consulta: 20/1/2006].
- ESCOBAR PÉREZ, B. y LUCUIX GARCÍA, I. (2002): *Análisis comparativo de las últimas propuestas sobre la elaboración de un Marco Conceptual para la contabilidad financiera: ASB y OECF*. Técnica Contable, vol. 54, nº 638, pp. 125-143.
- ESPAHBODI, H.; ESPAHBODI, P.; REZAEI, Z. Y TEHRANIAN, H. (2002): *Stock price reaction and value relevance of recognition versus disclosure: the case of stock-based compensation*. Journal of Accounting and Economics, vol. 33, nº 3, pp. 343-373.
- ESPINOSA DE LOS MONTEROS, S. (2000): *Estrategia y diseño de sistemas de incentivos basados en acciones*. Revista de Finanzas y Contabilidad, Septiembre-Octubre, pp. 20-25.
- (2002): *El mal uso de los planes de opciones sobre acciones y su efecto en los recientes escándalos financieros* [En línea] <http://www.garrigues.com/download> [Fecha de consulta: 11/04/2005].
- (2003): *Las stock options renacen como sistema de remuneración*. Revista de Finanzas y Contabilidad, Enero-Febrero, pp. 8-11.
- (2005): *Los sistemas de incentivos basados en acciones o cómo alinear a los directivos con el capital: una aproximación al problema*. Cuadernos de Energía, nº 8, pp. 30-32.
- ESTEBAN PAGOLA, A.I. y LUNA JIMÉNEZ, M.J. (2001): *Principales repercusiones en el tratamiento contable de los instrumentos financieros por la introducción del valor razonable*. Técnica Contable, octubre, pp. 745-758.
- ESTEBAN VELASCO, G. (1999): *El gobierno de las sociedades cotizadas*. Editorial Marcial Pons. Madrid. Págs. 995.

- ESTEO SÁNCHEZ, F. (1995): *Análisis de Estados Financieros. Planificación y control*. Ediciones del Centro de Estudios Financieros. Madrid. 3ª Edición. Págs. 987.
- ESTRADA, A. (2001): *Nuevas opciones y "bonus" para retener talentos* [En línea] <http://www.rrhmagazine.com> [Fecha consulta: 22/11/2004].
- FENG, Y. y TIAN, Y.S. (2007): *Option Expensing and Executive Compensation* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=970662> [Fecha consulta: 20/3/2007].
- FERNÁNDEZ, P. (1998): *EVA, beneficio económico y creación de valor*. Bolsa de Madrid, nº 70, pp. 20-23.
- FERNÁNDEZ ARMESTO, J. (2004): *La retribución de los consejeros*. Incluido en Bueno Campos, E. (Dir. y Coord.): "El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y eficacia". Ediciones Pirámide, Madrid, pp. 191-224.
- FERNÁNDEZ DE LA GÁNGARA, L. (1999): *Consejeros independientes y comisiones auxiliares del Consejo de Administración*. Incluido en "Manuales de la reforma mercantil en España", Tomo III, Madrid, Edición especial del Diario Expansión, pp. 257-273.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (1999): *Participación de trabajadores y directivos en el capital de las sociedades anónimas*. Revista de Derecho Mercantil, nº 234, Octubre-diciembre, pp. 1361-1468.
- (2002): *Participación de trabajadores y directivos en el capital de las sociedades anónimas. Examen de la cuestión en derecho societario*. Contenido en "Derecho de sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero". Editorial Mc Graw-Hill, Madrid, pp. 815-893.
- FERNÁNDEZ GARCÍA, J. G. (1999a): *El concepto y la práctica de las obligaciones convertibles en acciones (Parte I). Las ampliaciones de capital diferidas*. Harvard Deusto Finanzas y Contabilidad, marzo-abril, pp. 65-75.
- (1999b): *El concepto y la práctica de las obligaciones convertibles en acciones (Parte II). Las ampliaciones de capital diferidas*. Harvard Deusto Finanzas y Contabilidad, mayo-junio, pp. 36-45.
- (2000): *Las obligaciones y bonos convertibles*. Harvard Deusto Finanzas y Contabilidad, nº 33, enero-febrero, pp. 14-26.
- FERNÁNDEZ ROMERO, A. (2004): *Perfil y función de los consejeros en el buen gobierno de la empresa*. Incluido en Bueno Campos, E. (Dir. y Coord.): "El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la eficacia". Ediciones Pirámide, Madrid, pp. 169-177.

- FERNÁNDEZ-ALBOR BALTAR, A. (2001a): *Comentario a los Arts. 90, 91 y 92 LSA*. Incluido en ARROYO, I. y EMBID, J.M. (Dir.): "Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas", Editorial Tecnos, vol. I, Madrid, pp. 877-902.
- (2001b): *Comentario a los Arts. 47, 48, 49 y 50 LSA*. Incluido en ARROYO, I. y EMBID, J.M. (Dir.): "Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas", Editorial Tecnos, vol. I, Madrid, pp. 461-498.
- FERRÁNDEZ SERRANO, V. y TRIGUEROS PINA, J. A. (2003): *Dirección por objetivos y retribución variable: indicadores de gestión*. Partida Doble, nº 148, Octubre, pp. 34-45.
- FERRÁNDIZ ALARCÓN DE LA LASTRA, L. y GIL-CASARES SATRÚSTEGUI, I. (2004): *La independencia del Consejo de Administración*. Incluido en Bueno Campos, E. (Dir. y Coord.): "El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la eficacia". Ediciones Pirámide, Madrid, pp. 157-168.
- FERRÁNDIZ, L. (2005): *Tendencias en la retribución de los consejeros externos*. Dirección y Progreso: Revista de la Asociación para el Progreso de la Dirección, nº 201, pp. 54-56.
- FERRER SERRANO, R. (2004): *Análisis de la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores*. Revista de Derecho Informático, nº 76.
- FERRI, F.; MARKARINA, G. y SANDRIO, T. (2005): *Stock options expensing: evidence from shareholders' votes*. [En línea] <http://management.bu.edu>. [Fecha consulta: 15/1/2007].
- FERRIS, K.R. y WALLACE, J.S. (2006): *IRC Section 162 (m) and the Law of unintended consequences* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=942667> [Fecha consulta: 18/11/2006].
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARD BOARD (FASB) (1978): *Concept Statement No. 1: Objectives of Financial Reporting by business enterprises*. FASB.
- (1980): *Concept Statement No. 2: Qualitative characteristics of accounting information*. FASB, May, Stanford, Connecticut.
- (1985): *Concepts Statement No. 6: Elements of Financial Statements*. FASB.
- (1993): *Exposure Draft: Accounting for Stock-Based Compensation* FASB, Norwalk, Connecticut.

- (1995): Statement of Financial Accounting Standards No 123: *Accounting for Stock-Based Compensation*. October. Norwalk, Connecticut.
- (1999): Accounting for certain transactions involving stock compensation. An interpretation of APB Opinion N 25.
- (2000): Concepts Statement No. 7: *Using Cash Flow information and present value in accounting measurements*. FASB.
- (2000): FASB Interpretation No 44. Accounting for certain transactions involving stock compensation. FASB. Stanford, Connecticut.
- (2002): Statement of Financial Accounting Standard No. 148: *Accounting for Stock-Based Compensation - Transition and Disclosure*.
- (2004): *Share-Based Payment*. FASB. Norwalk, Connecticut.
- FINANCIAL REPORTING COUNCIL (2006): *The Combined Code on Corporate Governance* [En línea] <http://www.ecgi.org> [Fecha consulta: 20/11/2006].
- FINNERTY, T.D. (2003): *Valuing Employee Stock Options: a comparison of alternative models* [En línea] Financial Executives Research Foundation (FERF) <http://www.ferf.org> [Fecha consulta: 15/6/2005].
- (2005): *Extending the Black-Scholes-Merton model to value Employee Stock Options*. Journal of Applied Finance, vol. 15, nº 2, pp. 25-54.
- FLAQUERT RIUTORT, J. (2002): *La exclusión del derecho de suscripción preferente en la sociedad anónima*. Incluido en "Derecho de Sociedades". Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero". Editorial Mc Graw-Hill, Madrid, pp. 2317-2341.
- FLORES DOÑA, M. S. (1994): *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*. Incluido en AAVV: "Derecho de sociedades anónimas, Tomo III, Capital y Acciones, vol. 2, pp. 1383 y ss.
- (2000): *La adquisición derivativa de acciones propias para su ofrecimiento a los administradores de las sociedades anónimas*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº 77, Enero-Marzo, pp. 252-261.
- FONDEVILA ROCA, E. (2001): *Stock options schemes*. Análisis Financiero, nº 83, primer Cuatrimestre, pp. 6-18.
- FONT VILLALTA, M. (1987): *Nuevas técnicas financieras: operaciones swap*. Esic Market, nº 55, pp. 151-175.

- FONTECHA, E. y DE CRISTOBAL, L. (2001): *Los mercados de opciones*. Incluido en Sánchez Fernández de Valderrama (Dir.): “Curso de bolsa y mercados financieros”, Instituto Español de Analistas Financieros, Editorial Ariel, Barcelona, pp. 979-1007.
- FRANZ, D.R. (1994): *Stock-based compensation: estimating option values* [En línea] <http://www.luca.com/cpajournal> [Fecha consulta: 1/2/2006].
- FREDERICKSON, J.R.; HODGE, F.D. y PRATT, J.H. (2006): *The evolution of stock options accounting: disclosure, voluntary recognition, mandated recognition and management disavowals* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=521544> [Fecha consulta: 15/10/2006].
- FREIXAS DARGALLO, X. y INURRIETA BENUETE, A. (1993): *Comportamiento de la cotización en las nuevas salidas a Bolsa*. Perspectivas del sistema financiero, nº 42, pp. 97-103.
- FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS (2004): *Observatorio de gobierno corporativo de las grandes sociedades cotizadas en el mercado de valores español (IBEX 35) 2003*. Papeles de la Fundación, nº 7. Madrid. Págs. 88.
- FUNDACIÓN EUROPEA PARA LA MEJORA DE LAS CONDICIONES DE VIDA Y DE TRABAJO (2001a): *Employee share-ownership and profit-sharing in the UE* [En línea] <http://www.eurofound.eu.int/publications/htm/files/ef0157.htm> [Fecha consulta: 27/4/2005].
- (2001b): *Employee share-ownership and profit-sharing in the UE* [En línea] <http://www.eurofound.eu.int/publications/files/EF0156EN.pdf> [Fecha consulta: 27/4/2005].
- GABÁS TRIGO, F. (1991): *El marco conceptual de la contabilidad financiera*. AECA. Madrid. Págs. 221.
- GALLARDO VÁZQUEZ, D. (2005): *Decálogo del Directivo: integración de las últimas perspectivas del management* [En línea] http://www.aeca1.org/becas_premio/articulosganadores2005/5finalista.pdf [Fecha consulta: 24/20/2005].
- GALLEGRO DÍEZ, E. y GONZÁLEZ SÁNCHEZ, M. (2004): *Evolución y análisis del tratamiento contable de los productos derivados*. AECA. Madrid. Págs. 210.
- GALLEGRO DÍEZ, E.; GONZÁLEZ SÁNCHEZ, M. y RÚA ALONSO DE CORRALES, E. (2000): *Contabilidad de Sociedades*. Ediciones Pirámide. Madrid. Págs. 738.
- GAMESA, S.A. (2000): Hecho relevante nº 26073. La sociedad remite información sobre el Plan de Incentivos para miembros del Consejo de Administración y personal de

- la Compañía y sus filiales. [En línea] Registrado en la CNMV el 21 de diciembre de 2000. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 10/9/2006].
- (2001): Hecho relevante nº 26596. La Junta General de Accionistas ha aprobado el Plan de Incentivos para miembros del Consejo de Administración y personal de la Compañía y sus filiales. [En línea] Registrado en la CNMV el 5 de febrero de 2001. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 10/9/2006].
- (2006): Cuentas anuales consolidadas correspondientes al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2005 elaboradas conforme a las Normas Internacionales de Información Financiera. [En línea] <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 18/7/2006].
- GARCÉS, C. y RIBÓ, A. (2001): *Retribución de los miembros del Consejo de Administración en perjuicio de los socios minoritarios en las sociedades mercantiles* [En línea] <http://www.ventura-garces.com/web/articulos/art005.pdf> [Fecha consulta: 10/10/2005].
- GARCÍA, E. y PERRAMÓN, J. (2006): *Las NIC y la reforma del Plan General de Contabilidad*. Partida Doble, nº 179, julio-agosto, pp. 26-37.
- GARCÍA ALONSO, A. (1998): *Qué es y cómo se utiliza el EVA*. Bolsa de Madrid, nº 62, pp. 20-26.
- GARCÍA ANTÓN, R. (2007): *El nuevo plan general contable: nuevas normas sobre registro y valoración* [En línea] <http://www.perezllorca.com> [Fecha consulta: 15/6/2007].
- GARCÍA BENAÚ, M.A. y ZORIO GRIMA, A. (2002): *El camino hacia el valor razonable*. Revista de Contabilidad, vol. 5, nº 9, enero-junio, pp. 57-88.
- GARCÍA COTO, D. J. y BLANCO DIEGO, R. (2003): *Códigos de Buen Gobierno en Europa y Estados Unidos. Especial referencia a los Códigos Olivencia y Aldama en España*. Análisis Financiero, nº 90, pp. 49-62.
- GARCÍA MÉRIDA, J. (2005): *Atribución, aplicación y distribución del resultado en las sociedades anónimas*. Ediciones de la Universidad de Castilla-La Mancha. Cuenca. Págs. 80.
- GARCÍA ROSS, J.J. (1995): *La retribución de los administradores y socios, que reúnen la condición de empleados en las sociedades anónimas y limitadas*. Tribuna Fiscal: Revista Tributaria y Financiera, nº 61, pp. 43-52.
- GARCÍA SOTO, M.G. (2003): *El gobierno corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial* [En línea] <http://www.eumed.net/tesis> [Fecha consulta: 24/20/2005].

- GARCÍA SUÁREZ, P. y MANSO PONTE, E. (2004): *Tratamiento contable de las relaciones entre partes vinculadas*. Análisis Financiero, nº 94, pp. 36-43.
- GARCÍA VILLAVERDE, R. (2001): *La retribución de los administradores de las cajas de ahorro*. Revista de Derecho de Sociedades, nº 17, pp. 13-30.
- GARCÍA-AYUSO COVARSI, M. y MONTERREY MAYORAL, J. (2004): *El papel de la información contable en el gobierno de la empresa*. Análisis Financiero, nº 94, pp. 106-121.
- GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J. A. (2001a): *Comentario a los Arts. 92bis y 92 ter LSA*. Incluido en ARROYO, I. y EMBID, J.M. (Dir): "Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas", Editorial Tecnos, vol. I, Madrid, pp. 903-944.
- (2001b): *Comentario a los Arts. 74, 75, 76, 77, 78, 79, 80 y 81 LSA*. Incluido en ARROYO, I. y EMBID, J. M. (Dir): "Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas", Editorial Tecnos, vol. I, Madrid, pp. 687-816.
- GAREN, J.E. (1994): *Executive compensation and principal-agent theory*. Journal of Political Economy, vol. 106, nº 2, pp. 1175-1199.
- GARICANO, T. Y GURRIARÁN, R. (2004): *Las comisiones de nombramientos y retribuciones*. Revistas de Finanzas y Contabilidad, nº 33, pp. 71-79.
- GARRIGUES, J. y URÍA, R. (1953): *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*. Instituto de Estudios Políticos. Tomo I. Madrid. Págs. 674.
- GARVEY, G.T. y MILBOURN, T.T. (2002): *Do stock prices incorporate the potencial dilution of Employee Stock Options* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=266973> [Fecha consulta: 15/1/2006].
- GENNAOUI, A. (1998): *Ligando la retribución del ejecutivo con la suerte del accionista*. Capital Humano, nº 108, pp. 56-62.
- GENNAOUI, A. y REVUELTA, I. (2004): *Performance shares: una alternativa equilibrada a las opciones*. Capital Humano, nº 179, Julio-Agosto, pp. 144-145.
- 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 consulta: 20/3/2006].
- GERALDES ALVES, S.M. (2003): *Tratamiento contabilístico dos planos de opções de accoes*. XII Congreso AECA: Transparencia empresarial y sociedad del conocimiento. Cádiz, del 29 de septiembre al 1 de octubre de 2003.

- GERETY, M.; HOY, C. y ROBIN, A. (2001): *Do shareholders benefit from the adoption of incentive for directors?* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=291054> [Fecha consulta: 15/6/2006].
- GESKE, R. (1979): *A note on a analytical valuation formula for unprotected american call options with known dividends*. Journal of Financial Economics, vol. 7, pp. 63-81.
- GESTEVISIÓN TELECINCO, S.A. (2006): Cuentas anuales consolidadas correspondientes al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2005 elaboradas conforme a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) adaptadas en Europa e Informe de Gestión. [En línea] <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 18/7/2006].
- GHOSH, C.; HARDING, J.; SEZER, O. y SIRMANS, C.F. (2006): *The role of Executive Stock Options in REIT Reperchases* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=912532> [Fecha consulta: 15/10/2006].
- GIBBONS, R. y MURPHY, K.J. (1990): *Relative performance evaluation for chief executive officers*. Industrial & Labor Relations Review, vol. 43, Special Issue (February), pp. 30-51.
- GIL DEL MORAL, F. y MOREU SERRANO, G. (1994): *Contratos de opción de compra y de venta sobre acciones: aspectos sustantivos, fiscales, contables y financieros*. Incluido en Gil del Moral (Dir.): "Contratos sobre acciones", Madrid, pp. 497-515.
- GILLAN, S.L. (2001): *Option-based compensation: Panacea or Pandora's Box?* Journal of Applied Corporate Finance, vol. 14, nº 2, summer, pp. 115-128.
- GILSON, S. y VETSUYPENS, M (1993): *CEO compensation in financially distressed firms: an empirical analysis*. Journal of Finance nº 48, pp. 425-458.
- GIMÉNEZ ZURIAGA, I. (2003): *El gobierno corporativo, el control de las empresas y la defensa de los derechos de los accionistas minoritarios*. Revista Valenciana de Economía y Hacienda, nº 9, pp. 123-148.
- GIRBAU PEDRAGOSA, R. (2006): *Los estatutos sociales de la sociedad cotizada: especificidad y cláusulas estatutarias anti-opa*. Incluido en VIVES, F. y PÉREZ-ARDÁ, J. (Coord.): "La sociedad cotizada", Editorial Marcial Pons, Madrid, pp. 127-160.
- GIRÓN TENA, J. (1965): *Las grandes empresas*. Valladolid. Universidad Autónoma de México. Págs. 520.
- GISPERT, C. y ORTIN, P. (2002): *Mecanismos de disciplina de los directivos en España: el Consejo de Administración y los sistemas de retribución*. Ekonomiaz. Revista Vasca de Economía, nº 50, pp. 138-157.

- GÓMEZ ANSÓN, S. y MENÉNDEZ REQUEJO, S. (1998): *Los splits y sus factores determinantes*. Bolsa de Madrid, nº 71, pp. 34-37.
- GÓMEZ JACINTO, M. (1998): *Aspectos relevantes de la salida a Bolsa*. Bolsa de Madrid, nº 64, marzo, pp. 26-29.
- GÓMEZ MENDOZA, M. (1999): *Las acciones sin voto*. Revista de Derecho de Sociedades, nº 13, pp. 13-59.
- GÓMEZ-BEZARES PASCUAL, F. y SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J.L. (2002): *Los ratios: un instrumento de análisis y proyección*. Editorial Pirámide. Madrid. Págs. 65.
- GONZÁLEZ BRAVO, M.I. (2000): *Stock options: propuesta de contabilización*. Actualidad Financiera, Año 5, nº 12, Diciembre, pp. 15-30.
- GONZÁLEZ GIMÉNEZ, L. (2000): *Protección de los derechos de opción sobre las propias acciones incorporados en valores admitidos por sociedades cotizadas*. Revista de Derecho Mercantil, nº 235, pp. 241-274.
- GONZÁLEZ NAVARRO, E. y GOXENS ORENSANZ, M.A.: *Grupo de Trabajo: La Reforma Contable y la empresa*. Documento nº 1 [En línea] <http://www.accid.org/docs/reformaempresa1.pdf> [Fecha consulta: 22/5/2006].
- GONZÁLEZ NIETO, J.: *Tema IV. Introducción a la Bolsa (IV). Las salidas a Bolsa de empresas* [En línea] <http://www.fut.es/florens/tema4.htm> [Fecha consulta: 15/7/2005].
- GONZÁLEZ PASCUAL, J. (2001): *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera. Fundamentos teóricos y aplicaciones*. Ediciones Pirámide. Madrid. Pág. 619.
- GONZALO ANGULO, J.A. (2002): *Las líneas básicas de la Reforma contable*. Partida Doble, nº 136, septiembre, pp. 10-27.
- GONZALO ANGULO, J.A. y GARVEY, A.M. (2002): *Información contable y reforma del gobierno corporativo: EEUU y España*. Economistas, nº 93, pp. 68-83.
- GONZALO ANGULO, J.A. y TÚA PEREDA, J. (1997): *Normas Internacionales del IASC*. Instituto de Auditores-Censores Jurados de Cuentas de España. Cuarta Edición. Madrid. Págs. 861.
- (2003): *Algunas novedades para nuestro ordenamiento contable en su previsible reforma*. IV Jornadas de Contabilidad Financiera. Madrid, 6 de junio de 2003.

- GORDON, J.N. (2006): *Executive compensation: if there's a problem, what's the remedy? The case for compensation discussion and analysis* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=686464> [Fecha consulta: 18/11/2006].
- GOXES ORENSANZ, M.A.; GONZÁLEZ NAVARRO E.; RELÚS FERNÁNDEZ, J.J. y GONZÁLEZ NAVARRO, A. (2001): *Contabilidad de sociedades*. Editorial Prentice Hall. Madrid. Págs. 466.
- GRAHAM, J.R.; HARVEY, C. y RAJGOPAL, S. (2005): *The economic implications of financial reporting*. Journal of Accounting and Economics, vol. 40, nº 1-3, pp. 3-73.
- GRAHAM, J.R.; LANG, M.H. y SHACKELFORD, D.A. (2004): *Employee Stock Options, Corporate Taxes and Debt Policy*. The Journal of Finance, vol. 59, nº 4, pp. 1585-1618.
- GRAY, S.J. (1980): *The impact of International Accounting differences from a security-analysis perspective: some european evidence*. Journal of Accounting Research, vol. 18, nº 1, pp. 64-76.
- GREIN, B.M.; HAND, J.R.M. y KLASEEN, K. (2003): *The stock price reactions to the repricing of employee stock options* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=292097> [Fecha consulta: 5/6/2006].
- GROUT, P.A. y ZALEWSKA, A. (2006): *Corporate governance, stock options and managerial portfolio behavior* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=891070> [Fecha consulta: 16/6/2006].
- GRUPO 20. FORO DE REFLEXIÓN, DEBATE Y OPINIÓN DE AUDITORÍA (2000): *Las opciones sobre acciones ("stock options") como retribución, sin coste, de la eficiencia y eficacia de la gestión*. Revista Banca y Finanzas, nº 56, junio, pp. 30-31.
- GRUPO FERROVIAL, S.A. (2003): Hecho relevante nº 48566. La Junta General Ordinaria de Accionistas de Grupo Ferrovial, en su reunión de 26/03/04, ha autorizado la aplicación de un sistema retributivo consistente en un Plan de Opciones sobre Acciones del que se informó a la Comisión Nacional del Mercado de Valores mediante comunicación de hecho relevante de esa misma fecha número 48.487. [En línea] Registrado en la CNMV el 31 de marzo de 2004. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 10/9/2006].
- (2006): Cuentas anuales consolidadas correspondientes al ejercicio 2005. [En línea] <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 18/7/2006].
- GUARNIZO GARCÍA, J. V. (2004): *Introducción a la dirección de empresas*. Ediciones Bremen, S.L. Págs. 367.

- GUAY, W. (2002): *Discussion of Real investment implications of Employee Stock Options exercises*. Journal of Accounting Research, vol. 40, nº 2, pp. 395-406.
- GUAY, W.; KOTHARI, S.P. y SLOAN, R. (2003): *Accounting for Employee Stock Options*. American Economic Review, vol. 93, nº 2, pp. 405-409.
- GUERRA MARTÍN, G. (2003): *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses*. Editorial Aranzadi. Navarra. Págs. 656.
- GUTIÉRREZ, O. y SALAS FUMÁS, V. (2005): *Opciones e incentivos: un modelo binario de agencia* [En línea] Cuadernos Económicos del ICE nº 69 <http://www.revistasice.com/Estudios/Documen/cice/69/CICE/690109.pdf> [Fecha consulta: 23/11/2005].
- HALL, B.J. (1998): *The pay to performance incentives of executive stock options* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=108563> [Fecha consulta: 15/5/2006].
- (2000): *Lo que necesita saber sobre las stock options*. Harvard Deusto Business Review, nº 97, Julio-Agosto, pp. 20-31.
- HALL, B.J. y MURPHY, K.J. (1999): *Optimal Exercise prices for Executive Stock Options* [En línea] Harvard NOM Working Paper No. 99-01 <http://ssrn.com/abstract=233230> [Fecha consulta: 15/6/2006].
- (2000): *Stock options for undiversified executives* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=252805> [Fecha consulta: 15/6/2006].
- (2003): *The trouble with stock options* [En línea] Harvard Nom Research Paper No. 03-33. <http://ssrn.com/abstract=415040> [Fecha consulta: 15/6/2006].
- HANLON, M. y SHEVLIN, T. (2001): *Accounting for tax benefits of Employee Stock Options and implications for research* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=271310> [Fecha consulta: 1/10/2006].
- HANLON, M.; SHEVLIN, T. y RAJGOPAL, S. (2003): *Are executive stock options associated with future earnings?* Journal of Accounting And Economics, vol. 36, pp. 3-43.
- HARTER, C.I. y HARIKUMAR, T. (2002): *Accounting for option-based compensation: the economic cost approach*. Journal of Business & Accounting, vol. 29, nº 7 y 8, pp. 1007-1022.
- HASSET, K.A. y WALLISON, P.J. (2004): *A troubling requeriment* [En línea] Regulation, vol. 27, nº 1, spring. <http://ssrn.com/abstract=551591> [Fecha consulta: 15/6/2006].

- HEMMER, T.; MATSUNAGA, S. y SHEVLIN, T. (1994): *Estimating the "fair value" of Employee Stock Options with expected early exercise*. Accounting Horizons, vol. 8, n° 4, pp. 23-42.
- (1996): *The influence of risk diversification on the early exercise of employee stock options by executive officers*. Journal of Accounting and Economics, vol. 21, pp. 45-68.
- (1998): *Optimal exercise and the cost of granting employee stock options with a reload provision*. Journal of Accounting Research, vol. 36, n° 2, pp. 231-255.
- HERNÁNDEZ HERNÁNDEZ, F.G. (2005): *Problemas en la aplicación de las NIC sobre instrumentos financieros*. Partida Doble, n° 171, noviembre, pp. 50-67.
- HERRERO MARTÍNEZ, M. (2000): *Acciones sin voto: una alternativa a la financiación empresarial*. Revista de Finanzas y Contabilidad, n° 36, pp. 41-47.
- HERVÁS OLIVER, J. L. (2002): *El camino internacional hacia el valor razonable*. Partida Doble, n° 138, pp. 68-73.
- HEWITT ASSOCIATES (2003): *Notas técnicas sobre contabilidad internacional* [En línea] Publicación N° 1. Diciembre. <http://www.hewitt.com> [Fecha consulta: 7/6/2004].
- HILL, N. T. y STEVENS, K.T. (2003): *La importancia de comprender el funcionamiento de las stock options*. Revista de Finanzas y Contabilidad, n° 51, Enero-Febrero, pp. 12-17.
- HILLEGEIST, S. y PEÑALVA ACEBO, F. (2001): *Análisis empírico del impacto de las stock options en el precio de las acciones*. IX Congreso AECA, 26 al 28 de septiembre.
- (2003): *Stock option incentives and firm performance* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=480384> [Fecha consulta: 15/6/2006].
- HIRST, D.E. y BOTOSON, C.A. (2004): *Evaluation of the IASB's Proposed Accounting and disclosure requirements for share-based payment*. Accounting Horizons, vol. 18, n° 1, pp. 65-76.
- HIRST, D.E.; BOTOSON, C.A. y DAVIS-FRIDAY, P. (2005): *Response to the FASB's Exposure Draft on share-based payment: an amendment of FASB Statement No. 123 and No. 95*. Accounting Horizons, vol. 19, n° 2, pp. 101-114.

- HIRST, D.E.; JACKSON, K.E. y KOONCE, L. (2001): *Improving financial reports by revealing the accuracy of prior estimates*. Contemporary Accounting Research, vol. 20 (spring), pp. 1-31.
- HODDER, J.E. y JACKWERTH, J.C. (2005): *Employee stock options: much more valuable than you thought* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=601624> [Fecha consulta: 15/6/2006].
- HODDER, L.; MAYEW, W.; McANALLY, M.L. y WEAVER, C.D. (2006): *Employee stock option fair-value estimates: do managerial discretion and incentives explain accuracy?* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=627683> [Fecha consulta: 5/12/2006].
- HOLGUÍN CERVANTES, M. J.: *Tratamiento contable de los planes de opciones para compensación de empleados en Chile* [En línea] http://www.mexder.com.mx/inter/info/mexder/avisos/Tratamiento_contable_de_los_planes_de_opciones.pdf [Fecha consulta: 16/5/2005].
- HOLMSTROM, B. (1979): *Moral hazard and observability*. Bell Journal of Economic, vol. 10, n° 1, Spring, pp. 74-91.
- (1982): *Moral hazard in teams*. Bell Journal of Economics, n° 13, Autumn, pp. 324-340.
- HOPE, O. (2003): *Disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analyst's forecast accuracy: an international study*. Journal of Accounting Research, vol. 41, n° 2, pp. 235-272.
- HUDDART, S. (1994): *Employee Stock Options*. Journal of Accounting and Economics, vol. 18, n° 2, pp. 207-231.
- HUDDART, S. y LANG, M. (1996): *Employee stock options exercises an empirical analysis*. Journal of Accounting and Economics, vol. 21, n° 1, pp. 5-43.
- (2003): *Information distribution within firms: evidence from stock options exercises*. Journal of Accounting and Economics, vol. 34, n° 1-3, pp. 3-31.
- HUERTA DE SOTO, J. (2003): *Nota crítica sobre la propuesta de reforma de las normas de contabilidad*. Partida Doble, n° 142, pp. 24-27.
- HUERTA VIESCA, M. I.; RODRIGUEZ RUIZ DE VILLA, D. Y VILLIERS, C. (2000): *Una reflexión sobre el stock options plan de los administradores de las sociedades cotizadas*. La Ley, n° 1561, 25 de mayo de 2000, pp. 1464-1475.

- HUERTA VIESCA, M.I. y VILLIERS, C. (1995): *La retribución de los administradores de las sociedades anónimas y limitadas en el derecho español y en el derecho inglés*. Revista General del Derecho, nº 615, pp. 13475-13522.
- HULL, J. (1993): *Options, Futures and other Derivative Securities*. Editorial Prentice Hall. Segunda Edición. Págs. 450.
- (1996): *Introducción a los mercados de futuros y opciones*. Editorial Prentice Hall. Madrid. Págs. 484.
- HULL, J. y WHITE, A. (2004): *How to value Employee Stock Options*. Financial Analysts Journal, vol. 60, nº 1, pp. 114-119.
- HUMER, C. (2004): *Tecnológicas EEUU dejarían de incentivar empleados con opciones* [En línea] <http://usa.invertia.com> [Fecha consulta: 22/11/2004].
- HUSON, M.; SCOTT, T. y WIER, H. (2001): *Earnings dilution and the explanatory power of earnings for returns*. The Accounting Review, vol. 76, nº 2, pp. 589-612.
- HYMAN, J.S. (1999): *Long-term incentives*. Incluido en BERGER, L.A.: “Compensation Handbook”. Blacklick, OH, USA, McGraw-Hill Professional Book Group. [En línea] <http://site.ebrary.com/lib/bibliotecaucm/Doc?id=5002594> [Fecha consulta: 15/12/2005].
- IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W. (2000): *Stock options: regulación, economía, política retributiva y debate social*. Editorial Dykinson. Madrid. Págs. 299.
- (2002): *Sacrificio y coste social de la reasignación de derechos de compra de acciones en las ampliaciones de capital stock options tribuendi causa*. Incluido en “Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero”, Capítulo 75, pp. 2343-2357.
- (2003): *Condiciones de eficiencia y problemas legales de la remuneración de los administradores en derechos de compra o revalorización sobre acciones de su compañía*. Incluido en “La retribución de los administradores de las sociedades cotizadas”, Encuentro de Verano (16-20 julio de 2001) en San Lorenzo de El Escorial, Editorial Colex, pp. 53-89.
- IBERIA, S.A. (2001): Folleto Informativo Reducido: emisión de obligaciones convertibles como cobertura del Plan de Opciones de Iberia, L.A.E. [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV el 20 de diciembre de 2000. <http://www.cnmv.es>. [Fecha consulta: 20/4/2006].
- (2003): Folleto Informativo Completo referido a la emisión de obligaciones convertibles como cobertura del Plan de Opciones 2002 [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV el 30 de mayo de 2003. <http://www.cnmv.es>. [Fecha consulta: 25/9/2006].

- (2006): Cuentas anuales consolidadas correspondientes al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2005 elaboradas conforme a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) adaptadas por la Unión Europea. [En línea] <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 18/7/2006].
- IGLESIAS CABERO, M. (2002): *Nuevas fórmulas de compensación del trabajo: referencia a las stock options*. Revista del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, nº 38, pp. 123-141.
- IKÄHEIMO, S.; KUOSA, N. y PUTTONEN, V. (2006): “*The true and Fair view*” of *Executive Stock Option valuation*. European Accounting Review, vol. 15, nº 3, pp. 351-366.
- ILLESCAS ROJAS, R. (2005): *Resoluciones sobre la remuneración de los consejeros de las sociedades cotizadas*. Derecho de los Negocios, nº 178-179, pp. 17-26.
- IMHOFF, E.A. y THOMAS, J.K. (1988): *Economic consequences of accounting standards. The lease disclosure rule change*. Journal of Accounting and Economics, vol. 10, pp. 277-310.
- INDITEX, S.A. (2001): Folleto Informativo Completo. Modelo RV. Oferta pública de venta de acciones de Industria de Diseño Textil, S.A. [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV el 27 de abril de 2001. <http://www.cnmv.es>. [Fecha consulta: 15/4/2006].
- INDRA, S.A. (2001): Folleto específico del Plan de Opciones 1999, de conformidad con lo dispuesto en la Disposición Adicional 17ª de la Ley 55/1999. [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV el 26 de julio de 2001. <http://www.cnmv.es>. [Fecha consulta: 20/4/2006].
- (2003): Folleto Informativo. Emisión de acciones rescatables como cobertura del Plan de Opciones 2002 [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV el 4 de julio de 2003. <http://www.cnmv.es>. [Fecha consulta: 20/20/2006].
- (2006): Cuentas anuales consolidadas e Informe de Gestión al 31 de diciembre de 2005 y 2004. [En línea] <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 18/7/2006].
- INSTITUTO DE CONSEJEROS-ADMINISTRADORES (2004a): *Principios de buen gobierno corporativo* [En línea] http://www.iconsejeros.com/pdfs_publicaciones/principios_esp.pdf [Fecha consulta: 23/11/2005].
- (2004b): *Comentario sobre Circular de CNMV - Informe anual de Gobierno Corporativo* [En línea] http://www.iconsejeros.com/funciones/docs_download/comentario%20circular%20CNMV.pdf [Fecha consulta: 23/11/2005].

— (2006): *Comentario al Código Unificado de Gobierno de las Sociedades Cotizadas* [En línea] <http://www.iconsejeros.com> [Fecha consulta: 1/9/2006].

INSTITUTO DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA DE CUENTAS (1991): Resolución de 23 de octubre de 1991, del Presidente del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas por la que se publica la Norma Técnica de elaboración del Informe Especial en el supuesto establecido en el artículo 292 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. ICAC. Madrid.

— (1993a): Borrador de normas de contabilidad aplicables a las fusiones y escisiones de sociedades. BOICAC nº 14. Octubre. ICAC. Madrid.

— (1993b): Consulta 8 relativa a la provisión por depreciación de las acciones propias que no han sido adquiridas con el propósito de amortizarlas. BOICAC nº 12. Marzo. ICAC. Madrid.

— (1995): Consulta 1 sobre la consideración contable de la retribución de los administradores de la sociedad. BOICAC nº 21. Abril. ICAC. Madrid.

— (1999a): Consulta 1 sobre el tratamiento contable de ciertos gastos cuando su importe se liquida a través de acciones, cuya emisión se ha efectuado por un valor inferior al de mercado. BOICAC Nº 38. Junio. ICAC. Madrid.

— (1999b): Consulta 3 sobre el tratamiento contable aplicable a la adquisición y posterior amortización de acciones propias por parte de una sociedad anónima. BOICAC nº 40. Diciembre. ICAC. Madrid.

— (2001): Consulta 2 sobre el registro contable de unas determinadas opciones sobre acciones, de la propia sociedad, a entregar a los empleados. BOICAC nº 45. Marzo. ICAC. Madrid.

— (2002): Informe sobre la situación de la contabilidad en España y líneas básicas para abordar su reforma (Libro Blanco para la reforma de la Contabilidad en España). Ministerio de Economía. Madrid.

— (2007): Borrador del Plan General de Contabilidad (BPGC) [En línea] <http://www.icac.meh.es/BPGC.pdf> [Fecha consulta: 20/7/2007].

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (IASB) (1989): *Framework for the preparation of financial statement (NIC M)*. July, IASB, Londres (puede verse en GONZALO ANGULO, J.A. y TUA PEREDA, J. (1997): *Normas Internacionales del IASC*. Instituto de Auditores-Censores Jurados de Cuentas de España. Cuarta Edición. Madrid).

— (2000): *G4+1 Position Paper: accounting for share-based payment*. Londres.

- (2002): *FASB and IASB agree to work together toward convergence of global accounting standard*. Londres. Octubre.
- IRANZO MARTÍN, J. E. (2004): *El gobierno de la empresa en el siglo XXI*. Incluido en Bueno Campos, E. (Dir. y Coord.): "El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza". Ediciones Pirámide, Madrid, pp. 79-93.
- ISLA ZAPIRAÍN, A. Y LARA SANZ, M. (1999): *Nuevas tendencias en los sistemas de retribución variable*. Boletín del Círculo de Empresarios, nº 64, pp. 31-39.
- ITTNER, C.D.; LAMBERT, R.A. y LARCKER, D.F. (2003): *The structure and performance consequences of equity grants to employees of new economy firms*. Journal of Accounting and Economics, vol. 34, nº 1, pp. 89-129.
- IZQUIERDO, F.; MAS, A. Y CASTRO, L. M. (2000): *Empresas cotizadas: requisitos, obligación de información* [En línea]. Segundo Curso de Regulación y Supervisión para supervisores de mercados de valores. Madrid, del 3 al 7 de julio de 2000. <http://www.iimv.org/actividades/Madrid2000/Felipe%20Izquierdo.ppt> [Fecha consulta: 17/7/2003].
- J MEDINA & ABOGADOS (1999): *Stock Options como forma de incentivo: ¿realidad o ficción?* [En línea] <http://www.jmedina.com/n8.htm> [Fecha consulta: 14/12/2004].
- JAMESON, J. (2005a): *Employee Stock Options accounting – A solution for everyone*. [En línea] <http://ssrn.com/abstract=693001> [Fecha consulta: 3/4/2006].
- (2005b): *A new paradigm for Employee Stock Options and EPS calculation*. [En línea] <http://ssrn.com/abstract=719641> [Fecha consulta: 22/11/2006].
- JANAKIRAMAN, S.N.; LAMBERT, R.A. y LARCKER, D.F. (1992): *An empirical investigation of the relative performance evaluation hypothesis*. Journal of Accounting Research, vol. 30, nº 1, pp. 53-69.
- JAZZTEL (2003): Estados financieros del ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2003, junto con el Informe de Auditoría. [En línea] <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 18/7/2006].
- (2006): Informe de Gestión y Estados Financieros del ejercicio 2005 preparados bajo Normas Internacionales de Información Financiera. [En línea] <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 18/7/2006].
- JENNERGREN, L. P. y NÄSLUND, B. (1993): *A comment on valuation of executive stock options and the FASB proposal*. The Accounting Review, vol. 68, nº 1, January, pp. 179-183.

- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. (1976): *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financy Economics, nº 3, pp. 305-360.
- JENSEN, M.C. y MURPHY, K.J. (1990a): *Performance pay and top-management incentives*. Journal of Political Economy, vol. 98, nº 2, pp. 225-264.
- (1990b): *CEO Incentives-It's not how much you pay, but how*. Harvard Business Review, vol. 68, nº 3, mayo-junio, pp. 138-153.
- JENSEN, M.C.; MURPHY, K.J. y WRUCK, E.G. (2004): *Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=561305> Harvard NOM Working Paper No 04-28; ECGI-Finance Working Paper No. 44/2004 [Fecha consulta: 3/6/2005].
- JIANG, G.J. y TIAN, Y.S. (2005): *Volatility forecasting and the expensing of stock options* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=890702> [Fecha consulta: 14/3/2006].
- JIMÉNEZ SÁNCHEZ, G. (2003): *Unas ideas previas de debate sobre la reforma de la remuneración de los administradores de las sociedades anónimas cotizadas*. Incluido en “La retribución de los administradores de las sociedades cotizadas”, Encuentro de Verano (16-20 julio de 2001) en San Lorenzo de El Escorial, Editorial Colex.
- JIMÉNEZ, L.; PUMARINO, A. y DUBOST, A. (2005): *Pagos basados en acciones. Transacciones con pagos basados en instrumentos de patrimonio condicionados* [En línea] <http://www.ey.com/es> [Fecha consulta: 8/6/2005].
- JIMÉNEZ, M. y ABRIL, I. (2002): *Retribuciones poco transparentes* [En línea] <http://www.cincodias.com/especiales/suplementos/5d/20020629/06retrib.htm> [Fecha consulta: 10/10/2005].
- JOHANSON, D. (2005): *Employee Stock Options and Related Equity Incentives* [En línea] <http://www.nceo.org> [Fecha consulta: 27/4/2005].
- JOHNSON, C.H. (2003): *Stock and stock option compensation: a bad idea*. Canadian Tax Journal, vol. 51, nº 3, pp. 1259-1290.
- 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, pp. 3-34.
- JOHNSON, S.A.; TIAN, Y.S. y RYAN, H.E. (2006): *Managerial incentives and corporate fraud: the sources of incentives matter* [En línea] EFA 2006 Zurich Meetings <http://ssrn.com/abstract=395969> [Fecha consulta: 18/11/2006].

- JOHNSTON, D. (2006): *Managing stock option expense: the manipulation of option-pricing model assumptions*. Contemporary Accounting Research, vol. 23, nº 2, pp. 395-425.
- JONÁS GONZÁLEZ, I. y HERREROS, J. (2002): *Valor razonable y libro blanco: repercusiones prácticas*. Partida Doble, nº 136, pp. 78-89.
- JONES, D.C.; KALMI, P. y MÄKINEN, M. (2004): *The determinants of stock option compensation: evidence from Finland*. [En línea] The Research Institute of the Finnish Economy. <http://www.etla.fi> [Fecha consulta: 15/7/2006].
- JORGENSEN, P. L. (2002): *American-style indexed executive stock options*. Centre for Analytical Finance. Working Paper Series No. 135.
- JUSTE MENCÍA, J. (1999): *Retribución de los consejeros*. Incluido en Esteban Velasco (Coord.): "El gobierno de las sociedades cotizadas", Editorial Marcial Pons, Madrid, pp. 497-536.
- KADAM, A.; LAKNER, P. y SRINIVASAN, A. (2005): *Executive stock options: value to the executive and cost to the firm* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=353422>. [Fecha consulta: 15/6/2006].
- KAPLAN, R. S. y PALEPU, K.G. (2004): *Un método para contabilizar las opciones sobre acciones*. Harvard Deusto Business Review, nº 124, mayo, pp. 75-79.
- KATO, H.K.; LEMMON, M.; LUO, M. y SCHALLHEIM, J. (2005): *An empirical examination of the costs and benefits of executive stock options: evidence from Japan*. Journal of Financial Economics, vol. 78, nº 2, pp. 435-461.
- KEDIA, S. y MOZUMDAR, A. (2002): *Performance impact of employee stock options* [En línea] AFA 2003 Washington, DC Meetings. <http://ssrn.com/abstract=304188>. [Fecha consulta: 22/6/2006].
- KIRSCHENHEITER, M.; MATHUR, R. y THOMAS, J.K. (2004): *Accounting for Employee Stock Options*. Accounting Horizons, vol. 18, nº 2, pp. 135-156.
- KOLB, A. y SERRANO, A. (2007): *La nueva regulación del régimen de OPAS*. Partida Doble, nº 190, julio-agosto, pp. 70-83.
- KOLE, S.R. (1997): *The complexity of compensation contracts*. Journal of Financial Economics, vol. 43, pp. 79-104.
- KOSKI, J.L. (1998): *Measurement effects and the variance of returns after stock splits and stock dividends*. Review of Financial Studies, vol. 11, nº 1, pp. 143-162.

- KPMG (2004): *SFAS 123 Voluntary adopters compensation study*. [En línea] <http://www.kpmg.com> [Fecha consulta: 1/2/2006].
- KRUSE, D. (1996): *Why do firms adopt profit-sharing and employee ownership plans?* British Journal of Industrial Relations, n° 34, pp. 515-538.
- KUANG, Y.F. (2007): *Performance-vest stock Options and earnings management* [En línea] <http://cf.vwl.uni-mannheim.de/fileadmin/files/downloads/Forschung/Mannheim-Jun2007-Kuang.pdf> [Fecha consulta: 15/6/2007].
- KUANG, Y.F. y SUIJS, J. (2006): *Incentive effects of Performance-vested Stock Options* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=917062> [Fecha consulta: 20/6/2006].
- KULATILAKA, N. y MARCUS, A. J. (1994): *Valuing Employee Stock Options*. Financial Analysts Journal, vol. 50, n° 6, pp. 46-56.
- KUMAR, R. y SOPARIWALA, P.R. (1992): *The effect of adoption of long-term performance plans on stock prices and accounting numbers*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 27, n° 4, pp. 561-573.
- LAFONT, I. (2000): *Quién paga stock options en España*. Actualidad Económica, n° 2187, pp. 26-38.
- LAKONISHOK, J. y LEV, B. (1987): *Stock Splits and Stock Dividends: Why, Who, and When*. Journal of Finance, vol. 42, n° 4, pp. 913-932.
- LAMBERT, R.A.; LANEN, D. y LARCKER, D.F. (1989): *Executive stock options plans and corporate dividend policy*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 24, n° 4, pp. 409-425.
- LAMBERT, R.A.; LARCKER, D.F. (1986): *Stock Options and managerial incentives*. Working Paper. Wharton School. University of Pennsylvania.
- LAMBERT, R.A.; LARCKER, D.F. y VERRECCHIA, R.E. (1991): *Portfolio consideration in valuing executive compensation*. Journal of Accounting Research, vol. 29, n° 1, pp. 129-149.
- LAMOTHE FERNÁNDEZ, P. (1993): *Opciones financieras: un enfoque fundamental*. Editorial Mc Graw Hill. Madrid. Págs. 322.
- (2003): *Problemas de eficiencia económica y costes de la implantación de un plan de opciones sobre acciones y otros incentivos de capital*. Incluido en “La retribución de los administradores de las sociedades cotizadas”, Encuentro de Verano (16-20 julio de 2001) en San Lorenzo de El Escorial, Editorial Colex, pp. 135-144.

- LAMOUREUX, C.G. y POON, P. (1987): *The market reaction to stock splits*. Journal of Finance, vol. 42, nº 5, pp. 1347-1370.
- LANDSMAN, W.R.; PEASNELL, K.; POPE, P.F. y YEH, S. (2004): *The value relevance of alternative methods of accounting for employee stock options* [En línea]. <http://ssrn.com/abstract=570762> [Fecha consulta: 15/6/2006].
- LANG, M. (2004): *Employee stock options and equity valuation* [En línea] Research Foundation of CFA Institute. <http://www.cfapubs.org> [Fecha consulta: 5/7/2006].
- LANG, L.H.P. y SHULZ, R.M. (1994): *Tobin's Q, corporate diversification and firm performance*. Journal of Political Economy, vol. 102, nº 6, pp. 1248-1280.
- LANGMANN, C. (2007): *Stock market reaction and stock option plans: evidence from Germany*. Schmalenbach Business Review, vol. 59, pp. 85- 106.
- LARCKER, D.F. (2003): *Discussion of "employee stock options, EPS dilution, and stock repurchases"*. Journal of Accounting and Economics, vol. 36, nº 1-3, pp. 45-49.
- LARRIBA DÍAZ-ZORITA, A. (1995): *Contabilización de operaciones de futuros y opciones*. Partida Doble, nº 58, pp. 6-33.
- (1999): *Modificaciones en la Ley de Sociedades Anónimas introducidas por la Ley de Reforma del Mercado de Valores*. Partida Doble, nº 97, febrero, pp. 24-41.
- LAVELLE, D. (2005): *Share based payments. Taking an actuary's view of IFRS 2*. Accountancy Ireland, vol. 37, nº 5, pp. 28-29.
- LEHMANN, E.E. (2006): *Corporate Governance in new enterprises or: Why do some CEOs hold large equity stakes while others are paid through stock options?* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=889301> [Fecha consulta: 15/9/2006].
- LENZ, H. y WINTER, S. (2003): *Fair value accounting for sequential stock option grants?* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=386482> [Fecha consulta: 5/12/2006].
- LEONHARDT, D. (2000): *Stock options: ¿un problema o un impulso?* Actualidad Económica, nº 2185, pp. 38-41
- LEUNG, T. y SIRCAR, R. (2006): *Accounting for risk aversion, vesting, job termination risk and multiple exercises in valuation of Employee Stock Options* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=943926> [Fecha consulta: 18/11/2006].
- LEVMORE, S. (2000): *Puzzling stock options and compensation norms* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=252839> [Fecha consulta: 2/1/2006].

- LEWELLEN, W.G.; LODERER, C. y MARKTIN, K. (1987): *Executive compensation and executive incentive problems: An empirical analysis*. Journal of Financial Economics, vol. 9, pp. 287-310.
- LEWIN, M. (2001): *Retention management: cómo motivar y retener al personal clave* [En línea] <http://www.cema.edu.ar/postgrado/tesinas2001.html> [Fecha consulta: 14/6/2003].
- LEY 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE de 29 de julio de 1988).
- LEY 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada (LSRL) (BOE de 24 de marzo de 1995).
- LEY 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE de 17 de noviembre de 1998).
- LEY 50/1998, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y de Orden Social (BOE de 31 de diciembre de 1998).
- LEY 55/1999, de 29 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y de Orden Social (BOE de 30 de diciembre de 1999).
- LEY 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (BOE de 23 de noviembre de 2002).
- LEY 26/2003, de 17 julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio del Mercado de Valores, y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por RD Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas (BOE de 18 de julio de 2003).
- LEY 60/2003, de 23 de diciembre, de Arbitraje (BOE de 26 de diciembre de 2003).
- LEY 62/2003, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y de Orden Social (BOE de 31 de diciembre de 2003).
- LEY 7/2006, de 24 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre (BOE de 25 de abril de 2006).
- LEY 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores (BOE de 13 de abril de 2007).

- LEY 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea (BOE de 5 de julio de 2007).
- LI, H. (2002a): *Employee Stock Options, residual income valuation and stock prices reaction to SFAS 123 footnote disclosures* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=376580> [Fecha consulta: 28/4/2006].
- (2002b): *Stock option compensation and equity valuation* [En línea] Ph. D. Dissertation. The University of Texas at Austin. <http://dspace.lib.utexas.edu/bitstream/2152/648/1/lib026.pdf> [Fecha consulta: 15/6/2006].
- LIANG, J.N. y SHARPE, S.A. (1999): *Share repurchase and Employee Stock Options and their implications for S&P500 share retirements and expected returns* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=205015> [Fecha consulta: 15/9/2005].
- LIBBRA, S.: *Le stock option in Giappone e Stati Uniti* [En línea] <http://www.csmb.unimo.it> [Fecha consulta: 1/12/2005].
- LIPE, R.C. (2001): *Lease accounting research and the G4+1 proposal*. Accounting Horizons, vol. 15, nº 3, pp. 299-310.
- LLAVERO RODRÍGUEZ-PORRERO, M. (1999): *Los administradores de la sociedad anónima*. Monografías Mercantiles. Editorial CISS. Valencia. Págs. 248.
- LLEBOT MAJÓ, J.O. (1996): *Doctrina y teoría de la empresa en el Derecho Mercantil. (Una aproximación al significado de la teoría contractual de la empresa)*. Revista de Derecho Mercantil, nº 220, pp. 319-388.
- LLORENTE, C. (1998): *La moda del split* [En línea] <http://www.el-mundo.es/sudiner/noticias/act-126-07.html> [Fecha consulta: 26/4/2005].
- LOBO, G.J. y RUE, J.C. (2000): *Accounting for stock options: comparison of alternative approaches*. The Journal of Applied Business Research, vol. 16, nº 3, pp. 27-38.
- LÓPEZ DE LETONA, J.M. (2004): *Luces y sombras en el gobierno de la empresa: el caso español*. Incluido en Bueno Campos, E. (Dir. y Coord.): "El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la eficacia". Ediciones Pirámide, Madrid, pp. 139-155.
- LÓPEZ DE MEDRANO, F. (1992): *En torno a la retribución del administrador de la sociedad anónima*. Revista General del Derecho, nº 577-578, pp. 10129-10176.
- LÓPEZ HERNÁNDEZ, A.M. y RODRÍGUEZ BOLÍVAR, M.P. (2004): *Implicaciones de la valoración a fair value en la Banca: una revisión internacional*. XI Encuentro de

- Profesores Universitarios de Contabilidad (ASEPUC). Granada, 3 y 4 de junio de 2004.
- LÓPEZ RODRÍGUEZ, J. (2002): *Riesgo empresarial y retribución de directivos: una literatura más relevante desde la teoría de la agencia*. Revista de Economía y Empresa, vol. 17, nº 46, pp. 123-134.
- LORCA FERNÁNDEZ, P. y DE ANDRÉS SUÁREZ, J. (2003): *La sustitución del coste histórico por el fair value*. Revista de Contabilidad y Tributación: comentarios, casos prácticos, nº 248, pp. 195-238.
- LORCA FERNÁNDEZ, P. Y GARCÍA DíEZ, J. (2002): *El triunfo del reglamento en la normativa contable europea*. Estrategia Financiera, nº 188, octubre, pp. 12-18.
- LOZANO GARCÍA, M.B. (2005): *El mercado de control empresarial ante el conflicto de agencia accionista-directivo*. Información Comercial Española (ICE), nº 823, pp. 217-234.
- LOZANO GARCÍA, M.B.; DE MIGUEL HIDALGO, A. y PINDADO GARCÍA, J. (2004): *El conflicto accionista-directivo: problemas y propuestas de solución*. Información Comercial Española (ICE), nº 813, pp. 225-246.
- M.J.P. (2005): *Llegaron con Telepizza pero se popularizaron con Telefónica* [En línea]. <http://canales.elcomerciodigital.com/empresa/informe/050403a.htm> [Fecha consulta: 24/5/2005].
- MALLER, R.A.; TAN, R. y VAN DE VYVER, M. (2002): *How might companies value ESOs?* [En línea] <http://www.ecel.uwa.edu.au/rmaller/welcome.html> [Fecha consulta: 25/5/2006].
- MALLIN, C. (2003): *Los Códigos de Buen Gobierno: la experiencia británica*. Análisis Financiero, nº 90, pp. 73-80.
- MARCOS, S. y SEGURA, I. (1999): *La práctica de las retribuciones en especie*. Revista de Finanzas y Contabilidad, nº 32, Noviembre-Diciembre, pp. 8-14.
- MARIS, B.A.; MARIS, J. y YANG, T.T. (2003): *The effect of exercise date uncertainty on Employee Stock Option value*. Journal of Business Finance & Accounting, vol. 30, nº 5 y 6, pp. 669-697.
- MARQUARDT, C.A. (2002): *The cost of employee stock options grants: an empirical analysis*. Journal of Accounting Research, vol. 40, nº 4, pp. 1191-1217.
- MARTÍN GARCÍA, M. (2006): *Acciones sin voto y acciones rescatables*. Incluido en VIVES, F. y PÉREZ-ARDÁ, J. (Coord.): "La sociedad cotizada", Editorial Marcial Pons, Madrid, pp. 457-515.

- MARTÍN JIMÉNEZ, R. (2002): *El salario en especie*. Editorial Aranzadi. Navarra. Págs. 347.
- MARTÍN MARÍN, J.L. y DE LA TORRE GALLEGOS, A. (1994): *Permutas financieras de índices bursátiles: equity swaps*. Actualidad Financiera, nº 12, marzo, pp. 201-215.
- MARTÍN PLIEGO, F.J. (2000): *Introducción a la Estadística Económica y Empresarial. Teoría y práctica*. Editorial AC, 2ª edición, Madrid. Pág. 601.
- MARTÍNEZ CHURIAQUE, J.I. (2001): *Valor razonable en las NIC: perspectivas en España*. Partida Doble, nº 126, pp. 38-51.
- MARTÍNEZ CONESA, I. (1996): *Marco conceptual de la contabilidad financiera en España: comparabilidad internacional*. ICAC. Madrid. Págs. 722.
- MARTÍNEZ GARRIDO, J. (1999): *Retribución variable*. Boletín del Círculo de Empresarios, nº 64, pp. 41-49.
- MARTÍNEZ PARDO DEL VALLE, R. (2003): *Comentarios a la Ley de Transparencia de las sociedades anónimas cotizadas*. Análisis Financiero, nº 90, pp. 41-47.
- MARTÍNEZ SANZ, F. (2001): *Comentario al artículo 130 de la Ley de Sociedades Anónimas*. Incluido en ARROYO, I. y EMBID, J.M. (Dirs): "Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas", Editorial Tecnos, vol. I, Madrid, pp. 1343-1366.
- MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, J. (1996): *Manual de fusiones y adquisiciones*. Editorial McGraw-Hill. Madrid. Págs. 465.
- MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, J. y CACHÓN BLANCO, J. E. (1998): *Activos y mercados financieros. Las acciones*. Ediciones Pirámide. Madrid. Págs. 206.
- MASEDA GARCÍA, A. y AROSA DE LA TORRE, B. (2003): *El consejo de administración y la transparencia de la información*. XII Congreso AECA. Transparencia empresarial y sociedad del conocimiento. Cádiz, del 29 de septiembre al 1 de octubre de 2003.
- MATEOS RONCO, A.; MARÍ VIDAL, S.; POLO GARRIDO F. y SEGUÍ MÁS, E. (2006): *Los estados financieros en las NIIF: implicaciones en el análisis contable. Estudio de un caso*. Técnica Contable, nº 668, julio-agosto, pp. 18-28.
- MATORRAS DÍAZ-CANEJA, A. (2000): *Las enigmáticas stock options. Comentario a la STSJ de Galicia de 24 de septiembre de 1999*. Actualidad Laboral, nº 43, Noviembre, pp. 4399-4414.

- MATSUNAGA, S. R. (1995): *The effects of financial reporting costs on the use of employee stock options*. The Accounting Review, vol. 70, nº 1, January, pp. 1-26.
- MAZO, I. (2000): *Stock options, ¿por qué y para qué?* Revista de Economistas, nº 84, extraordinario, pp. 324-328.
- MAZO, I. y PRADOS, C. (1999): *La retribución variable, componente esencial del escenario retributivo*. Boletín del Círculo de Empresarios, nº 64, pp. 51-62.
- McGUIRE, J. y MATTA, E. (2003): *CEO stock options: the silent dimension of ownership*. Academy of Management Journal, vol. 46, nº 3, pp. 255-265.
- McNICHOLS, M. y DRAVID, A. (1990): *Stock dividends, stock splits and signaling*. Journal of Finance, nº 45, nº 3, pp. 857-879.
- MEDINA AÍNA, P. (2001): *La retribución de los administradores de las sociedades anónimas cotizadas*. Revista de Contabilidad y Tributación, nº 225, Diciembre, pp. 145-164.
- MELLE HERNÁNDEZ, M. (1998): *Los sistemas de compensación de los directivos y consejeros empresariales: incidencia sobre el gobierno de las empresas*. Cuadernos de Información Económica, nº 136-137, pp. 179-190.
- (1999): *Stock options, incentivos a la dirección y gobierno de empresas*. Cuadernos de Información Económica, nº 152-153, pp. 131-145.
- (2003): *Los planes de stock options para directivos y consejeros y su valoración por el mercado de valores en España* [En línea] <http://www.funcas.ceca.es> [Fecha consulta: 10/5/2004].
- (2005): *¿Cómo valora el mercado de valores español la adopción de planes de opciones sobre acciones para directivos y consejeros?* Investigaciones Económicas, vol. XXIX (1), pp. 73-115.
- MELLMAN, M. y LILIEN, S. (1996): *Stock-based compensation effect on net income*. CPA Journal Online. Marzo [En línea] <http://www.nyscpa.org/cpajournal/1996/Mar96/depts/accounting.htm> [Fecha consulta: 1/2/2006].
- MEMENTO PRÁCTICO FRANCIS LEFEBVRE (2003): *Contable 2004*. Editorial Francis Lefebvre. Madrid. Págs. 1466.
- MÉNDEZ PICAZO, M.T. (2005): *Ética y responsabilidad social corporativa*. Información Comercial Española, nº 823, pp. 141-150.

- MERCADER UGUINA, J.R. (1996): *Modernas tendencias en la ordenación salarial. La incidencia sobre el salario de la reforma laboral*. Editorial Aranzadi. Madrid. Págs. 255.
- MERCADO ESPAÑOL DE FUTUROS FINANCIEROS (MEFF) (2006): *Opciones sobre acciones. Condiciones Generales*. [En línea] <http://www.meff.com/docs/opciones22.pdf> [Fecha consulta: 15/2/2006].
- MERCER HUMAN RESOURCE CONSULTING (2006): *Futuro de la retribución variable* [En línea] <http://www.mercerhr.com> [Fecha consulta: 20/9/2006].
- MERTON, R. C. (1973): *Theory of rational option pricing*. Bell Journal of Economics and Management Science, vol. 4, spring, pp. 141-183.
- MEULBROEK, L.K. (2001): *Designing an option plan that rewards relative performance: indexed options revisited* [En línea] Harvard Business School Working Paper No. 02-22. <http://ssrn.com/abstract=287067> [Fecha consulta: 15/6/2006].
- MILBOURN, T.T. (2003): *CEO reputation and stock-based compensation*. Journal of Financial Economics, vol. 68, pp. 233-262.
- MILGROM, P. y ROBERTS, J. (1993): *La retribución de los ejecutivos y de la alta dirección*. Incluido en "Economía, organización y gestión de la empresa". Editorial Ariel Economía, Barcelona, pp. 495-523.
- MÍNGUEZ PRIETO, R. (2004): *La nueva directiva sobre el folleto de emisión de oferta pública de venta de valores y de admisión a cotización de valores*. Análisis Financiero, nº 93, pp. 94-96.
- MIR FERNÁNDEZ, C. (2001): *Retribución de los trabajadores con stock options (consulta al ICAC)*. Partida Doble, nº 124, Julio-Agosto, pp. 123-124.
- (2003): *Modificaciones de la Ley de Mercado de Valores y del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas*. Partida Doble, nº 148, Octubre, pp. 86-92.
- (2006a): *Criterios de valoración y el resultado total*. Técnica Contable, nº 682, enero, pp. 4-13.
- (2006b): *Adaptación de la legislación mercantil en materia contable*. Partida Doble, nº 179, julio-agosto, pp. 16-25.
- MOCK, S. (2005): *Accounting for Stock-based Compensation*. European Business Law Review, vol. 16, nº 2, pp. 359-378.

- MOLERO MANGLANO, C. (2003): *Las stock options tras la jurisprudencia de unificación de la sala de lo social del Tribunal Supremo*. Incluido en “La retribución de los administradores de las sociedades cotizadas”, Encuentro de Verano (16-20 julio de 2001) en San Lorenzo de El Escorial, Editorial Colex, pp. 129-133.
- MOLINA NAVARRETE, C. (2002): *La dimensión jurídico-salarial de los employee stock options plans: la doctrina legal, ¿zanja o relanza la polémica?* Revista del Trabajo y Seguridad Social, nº 299, Abril, pp. 3-63.
- MONEREO PÉREZ, J.L. (2002): *Las stock options como salario*. Derecho del Trabajo y Seguridad Social, nº 1. Madrid.
- MONTERREY MAYORAL, J. (2004): *Información contable y gobierno corporativo*. Revista de Contabilidad, vol. 7, monográfico, pp. 89-112.
- 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, nº 29, pp. 133-153.
- MORAIS, A. I. (2003): *Implicações do reconhecimento e valorização das stock options para as entidades cotadas em Portugal*. XII Congreso AECA. Transparencia empresarial y sociedad del conocimiento. Cádiz, del 29 de septiembre al 1 de octubre de 2003.
- MORALES GUERRERO, A. (2000): *Caso práctico: las acciones rescatables*. Revista de Finanzas y Contabilidad, nº 38, Noviembre-Diciembre, pp. 64-68.
- (2001): *La cobertura del Plan de opciones sobre acciones: caso INDRA, S.A.* Revista de Finanzas y Contabilidad, Septiembre-Octubre, pp. 48-55.
- MORALES GUERRERO, A. y VILLARROYA LEQUERICAONANDIA, B. (2002): *La captación de recursos mediante la colocación de obligaciones y bonos convertibles entre empleados*. Harvard Deusto Finanzas y Contabilidad, nº 46, pp. 50-57.
- MORÁN, F. (2003): *El uso de las stock options disminuye en las empresas españolas* [En línea] Perspectiva número 42. <http://www.mercerhr.com> [Fecha consulta: 3/6/2006].
- MORCILLO, A. (2003): *Más incentivos para los directivos en la nueva ley de IRPF*. Revista de Finanzas y Contabilidad, Enero-Febrero, pp. 18-20.
- MUÑOZ MARTÍN, N. (2006): *La incidencia de los aspectos de financiación en el contenido político de la acción: acciones sin voto, con voto limitado y acciones con derechos patrimoniales y políticos referidos a un sector de la actividad social*. Incluido en “Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas”, Tomo I, Editorial Aranzadi. Navarra, pp. 541-570.

- MUÑOZ, C. (2006): *Entrevista a ... José Ramón González. Presidente del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC)*. Partida Doble, nº 179, julio-agosto, pp. 10-14.
- MURPHY, K.J. (1998): *Executive compensation* [En línea] http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=163914 [Fecha consulta: 2/6/2005].
- (2003): *Stock-based pay in new economy firms*. Journal of Accounting and Economics, vol. 34, nº 1-3, pp. 129-147.
- MURRAY, D. (1985): *Further evidence on the liquidity effects of stock splits and stock dividends*. Journal of Financial Research, vol. 8, nº 1, pp. 59-67.
- NARAYANAN, M.P. y SEYHUN, H.N. (2005): *Do managers influence their pay? Evidence from stock prices reversals around executive option grants* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=649804> [Fecha consulta: 18/11/2006].
- NASLUND, B. y JENNERGREN, L. P. (1993): *A comment of Valuation of Executive Stock Options and the FASB Proposal*. Accounting Review: A quarterly journal of the American Accounting Association, vol. 68, nº 1, pp. 179-183.
- NATIONAL CENTER FOR EMPLOYEE OWNERSHIP (NCEO) (2002a): *Restricted Stock and Direct Stock Purchase Plans* [En línea] http://www.nceo.org/library/restricted_stock.html [Fecha consulta: 27/4/2005].
- (2002b): *Performance Stock Options in Broad-Based Plans* [En línea] http://www.nceo.org/library/performance_options.html [Fecha consulta: 27/4/2005].
- (2005a): *Phantom Stock and Stock Appreciation Rights (SARs)* [En línea] http://www.nceo.org/library/phantom_stock.html [Fecha consulta: 27/4/2005].
- (2005b): *Employee Stock Options Fact Sheet* [En línea] <http://www.nceo.org/library/optionfact.html> [Fecha consulta: 27/4/2005].
- (2005c): *A statistical profile of employee ownership* [En línea] http://www.nceo.org/library/eo_stat.html [Fecha consulta: 19/7/2005].
- (2006): *A statistical profile of employee ownership* [En línea] http://www.nceo.org/library/eo_stat.html [Fecha consulta: 25/9/2006].
- NATRA, S.A. (2005a): Folleto de ampliación de capital [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV con fecha de 2 de noviembre de 2005. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 15/7/2006].

- (2005b): Hecho relevante nº 62058. La Sociedad remite información sobre el Plan de Opciones sobre acciones de NATRA, S.A. [En línea] Registrado en la CNMV el 11 de noviembre de 2005. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 10/9/2006].
- (2006): Cuentas anuales consolidadas del ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2005 e Informe de Gestión, junto con el Informe de Auditoría Independiente [En línea] <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 18/7/2006].
- NATRACEUTICAL, S.A. (2006): Cuentas anuales consolidadas del ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2005 e Informe de Gestión, junto con el Informe de Auditoría Independiente [En línea] <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 18/7/2006].
- NAVARRO GARCÍA, J.C (2004): *La implantación de la normativa IASB en España. Análisis de las evidencias empíricas*. XI Encuentro de Profesores Universitarios de Contabilidad (ASEPUC). Granada, 3 y 4 de junio de 2004.
- NELSON, J. y PERCY, M. (2005): *The transparency of Executive Stock Option disclosures in Australian Annual Reports*. Financial Reporting, Regulation and Governance, vol. 4, nº 2, pp. 1-35.
- NICOLAS, P.; PRAT, R. y TOVAR, P. (2000): *Retribución de directivos: más allá del atraer, motivar y retener*. Capital Humano, nº 129, pp. 22-26.
- NISKANEN, W.A. (2004): *FASB is still wrong about stock options* [En línea] <http://www.cato.org/dailys/05-14-04.html> [Fecha consulta: 20/5/2006].
- NWOGUGU, M. (2006): *Legal, economic and psychological issues of accounting for employee stock options* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=884486> [Fecha consulta: 16/6/2006].
- OCDE (1999): Principios de la OCDE para el gobierno de la sociedades. OCDE. Paris.
- (2004): *OECD Principles of Corporate Governance* [En línea] <http://www.cnmv.es/publicaciones/COBG/principles2004.pdf> [Fecha consulta: 11/11/2005].
- OLARRA ZORROZÚA, J.C. (2004): *Medidas defensivas frente a los procesos no amistosos de adquisición de sociedades cotizadas*. Revista de Finanzas y Contabilidad, nº 39, pp. 26-36.
- OLCEJE SANTONJA, A. (2004): *Guía de las buenas prácticas para el desarrollo de la Junta General de Accionistas de sociedades cotizadas*. Fundación de Estudios Financieros. Papeles de la Fundación, nº 6. Madrid. Págs. 81.
- OLEO BANET, F. (1995): *La escisión de la sociedad anónima*. Editorial Civitas. Madrid. Págs. 394.

- OLIVENCIA RUIZ, M (2003): *La remuneración de los administradores y el Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas*. Incluido en “La retribución de los administradores de las sociedades cotizadas”, Encuentro de Verano (16-20 julio de 2001) en San Lorenzo de El Escorial, Editorial Colex, pp. 31-39.
- ORDEN de 5 de diciembre de 1991 sobre operaciones bursátiles especiales (BOE de 9 de diciembre de 1991).
- ORDEN ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades (BOE de 8 de enero de 2004).
- ORDEN ECO/354/2004, de 17 de febrero, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otra información de las cajas de ahorro que emitan valores admitidos a negociación en mercados secundarios de valores (BOE de 18 de febrero de 2004).
- SIERRA GARCÍA, L. y ORTA PÉREZ, M. (2005): *La auditoría interna y los códigos de buen gobierno*. Técnica Contable, nº 678, pp. 4-14.
- ORTEGA ROSSELL, F.J. (1995): *Valoración y registro de las opciones sobre acciones*. VIII Congreso de AECA “Internacionalización de la empresa: un desafío para el 2000”, Sevilla, pp. 1159-1178.
- OTAL FRANCO, S.H. y SERRANO GARCÍA, R. (2005): *El Estado de Cambios en el Patrimonio Neto*. Partida Doble, nº 168, julio-agosto, pp. 10-23.
- OYER, P. y SCHAEFER, S. (2003): *A comparison of options, restricted stock and cash for employee compensation* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=441860> [Fecha consulta: 15/6/2006].
- (2004): *Why do some firms give stock options to all employees? An empirical examination of alternative theories*. Journal of Financial Economics, vol. 75, pp. 99-132.
- PALÁ LAGUNA, REYES (2006): *La obligación de información del Consejo a los mercados: Folletos y Hechos Relevantes*. Incluido en "Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas". Editorial Aranzadi, Navarra, Tomo II, pp. 1291-1316.
- PALACÍN SÁNCHEZ, M.J. (1998): *El atrincheramiento de los directivos (I): accionistas contra gerentes*. Análisis Financiero, nº 76, Tercer Cuatrimestre, pp. 86-93.
- (2002): *El gobierno de empresas: mecanismos de control interno y mecanismos de control externo*. Esic Market, nº 113, Septiembre-Diciembre, pp. 143-170.

- PALOMARES, F. y SERRA, A. (2004): *Comunicación de los planes de retribución flexible*. Capital Humano, nº 173, pp. 82-86.
- PARLAMENTO EUROPEO (2003): Proyecto de Informe sobre la Comunicación de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social y al Comité de las Regiones relativa a un marco para la participación financiera de los trabajadores.
- PAZ-ARES, C. (1987): *Negocios sobre las propias acciones*. Incluido en "La reforma del derecho español de sociedades de capital (Reforma y adaptación de la legislación mercantil a la normativa comunitaria en materia de sociedades)". Editorial Civitas, Madrid, pp. 473-630.
- PAZ-ARES, C. y PERDICES HUERTOS, A. B. (2003): *Los negocios sobre las propias acciones*. Incluido en URÍA, R.; MENÉNDEZ, A. y OLIVENCIA, M. (Dir.): "Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles", Tomo VI, volumen 2º B, Editorial Civitas. Madrid. Págs. 691.
- PEDROSA, M. (2002): *Los mercados financieros internacionales y su globalización*. Editorial AC. Madrid. Págs. 399.
- PENDLETON, A.; BLASI, J.; KRUSE, D.; POUTSMA, E. y SESIL, J. (2002): *Theoretical study on the stock options in small and medium enterprises* [En línea] http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/support_measures/stock_options/study.htm. [Fecha consulta: 15/9/2006].
- PEÑALVA ACEDO, F. y HILLEGEIST, S. A. (2001): *Análisis empírico del impacto de las stock options en el precio de las acciones*. Accésit al Premio para trabajos cortos de Investigación en Contabilidad "Carlos Cubillo Valverde". V Edición. Modalidad (a). ICAC. Págs. 36.
- PÉREZ CALATAYUD, F. (1996): *Innovación financiera, costes de transacción y teoría de la agencia*. Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa, vol. 2, nº 1, pp. 47-57.
- PÉREZ DE LOS COBOS ORIHUEL, F. (2001): *Implicaciones laborales de las stock options*. Actualidad Laboral, nº 4, enero, pp. 57-71.
- PÉREZ LÓPEZ, J.A. (1998): *Los planes de compensación para ejecutivos y su incidencia en el mercado de capitales: una revisión de la literatura*. Actualidad Financiera, nº 12, Diciembre, pp. 63-72.
- PÉREZ MAIQUEZ, 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". Editorial Deusto, Bilbao, pp. 207-226.

- PÉREZ SANTANA, P. (1999): *La retribución en los contratos de alta dirección: determinantes y contenido*. Revista de Trabajo y Seguridad Social. Comentarios, casos prácticos, recursos humanos, nº 190, pp. 175-235.
- PÉREZ SANTANA, M. P.; DE LA FUENTE SABATE, J. M. y HERNANGÓMEZ BARAHONA, J. (1999): *Un modelo contractual para la retribución de los altos directivos* [En línea] <http://www.cepade.es/Ademas/revista.asp?numero=21> [Fecha consulta: 3/6/2005].
- PÉREZ, M. y PUMARINO, A. (2003): *Pagos con acciones u otros instrumentos de Fondos Propios* [En línea] <http://www.ey.com/es> [Fecha consulta: 8/6/2005].
- PÉREZ-ARDÁ, J. y SAN GIL LÓPEZ-QUESADA, P. (2006): *Régimen jurídico de la autocartera en la sociedad cotizada*. Incluido en VIVES, F. y PÉREZ-ARDÁ, J. (Coord.): "La sociedad cotizada", Editorial Marcial Pons, Madrid, pp. 569-603.
- PEROTTI, E (2005): *Lecturas sobre derivados: swaps* [En línea] <http://www.bcr.com.ar/pagcentrales/publicaciones/imagenes/pdf/swaps.pdf> [Fecha consulta: 5/6/2005].
- PIRCHEGGER, B. (2002): *Cost and benefits from repricing employee stock options*. Schmalebach Business Review, vol. 54, January, pp. 80-111.
- POITRAS, G. (2004): *Executive Stock Options disclosure: is FASB 123 adequate?* [En línea] <http://www.sfu.ca/poitras/eso3.pdf> [Fecha consulta: 3/6/2005].
- POLO SÁNCHEZ, E. (1965): *Ante una nueva reforma de la sociedad anónima*. Universidad de Barcelona. Barcelona. Págs. 238.
- (1992): *Los administradores y el Consejo de Administración*. Incluido en URÍA, R.; MENÉNDEZ, A. y OLIVENCIA, M. (Dirs): "Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles". Tomo VI. Editorial Civitas. Madrid. Págs. 588.
- POUTSMA, E. (2001): *Recent trends in employee financial participation in the European Union* [En línea] http://ec.europa.eu/employment_social/labour_law/docs/financiapartdublin_report_en.pdf [Fecha consulta: 30/9/2006].
- (2006): *Changing patterns of employee financial participation in Europe. A survey among listed firms in six European member states* [En línea] <http://www.york.ac.uk/management/staff/staffPublications/PatternsReport2006.pdf> [Fecha consulta: 15/2/2007].
- POVEDANO, C. (2003a): *¿Son compatibles los planes de participación en el capital con las prácticas de buen gobierno corporativo?* [En línea] <http://www.watsonwyatt.es> [Fecha consulta: 3/11/2004].

- (2003b): *¿Cómo serán los incentivos a largo plazo del siglo XXI?* [En línea] <http://www.watsonwyatt.es> [Fecha consulta: 2/5/2005].
- POVEDANO, C. y QUINTANA, L. (2004): *El nuevo entorno de los incentivos a largo plazo*. Capital Humano, nº 177, pp. 110-111.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS (2002): *Reseña jurídica y tributaria* [En línea] http://www.landwellglobal.com/es/esp/sp_downloads/pwc_retrib_15.pdf [Fecha consulta: 28/11/2005].
- (2002): *Employee stock options in the EU and the USA* [En línea]. http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/support_measures/stock_options/study.htm [Fecha consulta: 29/7/2006].
- (2005): *Estudio salarial y de Políticas Retributivas 2004* [En línea]. http://www.pwcglobal.com/es/esp/ins-sol/survey_rep/estudio_salarial_2004.pdf [Fecha consulta: 10/10/2005].
- PRISA, S.A. (2000): Suplemento al Folleto Informativo: Oferta Pública de Venta de acciones de Promotora de Informaciones, S.A. [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV el 7 de junio de 2000. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 20/4/2006].
- (2006): Cuentas anuales consolidadas elaboradas conforme a las Normas Internacionales de Información Financiera adaptadas en Europa correspondientes al ejercicio 2005 [En línea] <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 18/7/2006].
- PUKTHUANHONG, K.; ROLL, R. y WALKER, T. (2007): *How employee stock options and executive equity ownership affect long-term IPO operating performance* [En línea] Journal of Corporate Finance. <http://10.10106/j.jcorpfin.2007.02.003> [Fecha consulta: 15/4/2007].
- PULEVA, S.A. (1999): Folleto Informativo Completo. Modelo RV de ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente [En línea] Inscrito y registrado en la CNMV el 13/9/1999. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 20/9/2005].
- PULIDO ALVÁREZ, A. (2000): *El fair value y la actualización de las Directivas contables*. Partida Doble, nº 116, pp. 18-23
- PUYOL MARTÍNEZ-FERRANDO, B. (2001): *El régimen mercantil de las stock options en el derecho norteamericano*. Revista de Derecho de Sociedades, nº 16, pp. 485-498.
- (2004): *Restoring Trust, informe sobre gobierno corporativo norteamericano*. Revista de Derecho de Sociedades, nº 22, pp. 537-540.

- QUAGLI, A.; AVALLONE, F. y RAMASSA, P. (2006): *Stock Option plan in Italy: does earnings management matter?* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=955469> [Fecha consulta: 15/11/2006].
- QUESADA SANCHEZ, F.J. (1996): *Contabilidad general*. Publicaciones Mercantiles. Madrid. Págs. 763.
- RAJGOPAL, S. y SHEVLIN, T. (2002): *Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking*. Journal of Accounting and Economics, vol. 33, nº 2, pp. 145-171.
- RAPPAPORT, A. (1999): *New thinking on how to link executive pay with performance*. Harvard Business Review, vol. 77, nº 2, pp. 91-101.
- RAUPACH, P. (2003): *The valuation of Employee stock options - How good is the standard?* [En línea] <http://wini-uni.com> [Fecha consulta: 15/6/2006].
- RASCÓN, PEDRO J. (2004): *Estrategias con opciones financieras*. Gestión Alternativa, nº 1, Julio, pp. 9-12.
- REAL DECRETO del 22 de agosto de 1885 por el que se aprueba el Código de Comercio.
- REAL DECRETO del 24 de julio de 1889 por el que se aprueba el Código Civil.
- REAL DECRETO 1382/1985, de 1 de agosto, por el que se regula la Relación Laboral de Carácter Especial del Personal de Alta Dirección (BOE de 12 de agosto de 1985).
- REAL DECRETO 1643/1990, de 20 de diciembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad (PGC) (BOE de 27 de diciembre de 1990; corrección de errores, BOE de 14 de marzo de 1991).
- REAL DECRETO 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisición por éstas de acciones propias (BOE de 26 de marzo de 1999).
- REAL DECRETO 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales y sobre transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados (BOE de 5 de octubre de 1991).
- REAL DECRETO 1815/1991, de 20 de diciembre, por el que se aprueban las Normas para la Formulación de las Cuentas Anuales Consolidadas (NFCAC) (BOE de 27 de diciembre de 1991; corrección de errores, BOE de 30 de enero de 1992).
- REAL DECRETO 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores (BOE de 2 de abril de 1992).

- REAL DECRETO 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil (BOE de 31 de julio de 1996).
- REAL DECRETO 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores (BOE de 18 de diciembre de 1998).
- REAL DECRETO 1370/2000, de 19 de julio, por el que se modifica el Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre Comunicación de Participaciones significativas en Sociedades Cotizadas y de Adquisiciones por éstas de acciones propias (BOE de 25 de julio de 2000).
- REAL DECRETO 705/2002, de 19 de julio, por el que se regula la autorización de las emisiones de Deuda Pública de las entidades locales (BOE de 1 de agosto de 2002).
- REAL DECRETO 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos (BOE de 16 de noviembre de 2005).
- REAL DECRETO 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado (BOE de 23 de noviembre de 2005).
- REAL DECRETO 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (BOE de 28 de julio de 2007).
- REAL DECRETO Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (BOE de 27 de diciembre de 1989; corrección de errores, BOE de 1 de febrero de 1990).
- REAL DECRETO Legislativo 1/1995, de 24 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores (BOE de 29 de marzo de 1995).
- REAL DECRETO Legislativo 3/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (BOE de 10 de marzo de 2004).
- RECALDE CASTELLS, A. (1999): *La reforma de las sociedades cotizadas*. Revista de Derecho de Sociedades, nº 13, pp. 172-189.
- (2001): *Comentario a los Arts. 51 al 65 LSA*. Incluido en ARROYO, I. y EMBID, J.M. (Dir): “Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas”, Editorial Tecnos, vol. I, Madrid, pp. 499-643.

— (2003): *Los administradores de las sociedades anónimas en un entorno de buen gobierno*. Revista Valenciana de Economía y Hacienda, nº 7, pp. 51-78.

RECOLETOS, S.A. (2000): Folleto Informativo por Oferta Pública de acciones [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV el 3 de octubre de 2000. <http://www.cnmv.es>. [Fecha consulta: 20/4/2006].

— (2003): Hecho Relevante nº 48617. El Consejo de Administración de Recoletos Grupo de Comunicación S.A. ha acordado realizar un ajuste a las condiciones del Plan de opciones para administradores y directivos de la compañía aprobado el 7 de septiembre de 2000. [En línea] Registrado en la CNMV el 1 de abril de 2004. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 10/9/2006].

— (2004): Hecho Relevante nº 54555. La sociedad comunica los acuerdos del Consejo de Administración en relación con el Plan de opciones para administradores y directivos de Recoletos. [En línea] Registrado en la CNMV el 23 de diciembre de 2004. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 10/9/2006].

— (2005): Hecho relevante nº 56047. La Sociedad comunica que en relación con el Plan de Opciones sobre acciones para administradores y directivos de Recoletos aprobado por la Junta General de Accionistas el 7/09 se ha producido en el día 2/03/05, fecha extraordinaria de ejercicio de las opciones del Plan, el ejercicio por parte de 4 beneficiarios de un total de 263.945 opciones pertenecientes a la segunda concesión del Plan, y el ejercicio por parte de otros 11 beneficiarios de 110.747 opciones pertenecientes a la tercera concesión del Plan. [En línea] Registrado en la CNMV el 3 de marzo de 2005. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 10/9/2006].

RECOMENDACIÓN de la Comisión de 14 de diciembre de 2004 relativa a la promoción de un régimen adecuado de remuneración de los consejeros de las empresas con cotización en bolsa (2004/913/CE) (Diario Oficial L 385 de 29/12/2004).

REGLAMENTO (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de julio de 2002 relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad (Diario Oficial L 243 de 11/9/2002).

REGLAMENTO (CE) nº 1.725/2003, de 29 de septiembre, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo (Diario Oficial L 261 de 13/10/2003).

REGLAMENTO (CE) nº 707/2004, de 6 de abril, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1725/2003 por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad (la NIIF 1), de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo (Diario Oficial L 111 de 17/4/2004).

REGLAMENTO (CE) n° 2086/2004, de 19 de diciembre de 2004, que modifica el Reglamento (CE) n° 1725/2003 por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo por lo que se refiere a la inserción de la NIC 39 (Diario Oficial L 363 de 9/12/2004).

REGLAMENTO (CE) n° 2236/2004, de 29 de diciembre de 2004, que modifica el Reglamento (CE) n° 1725/2003 por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) números 1, 10, 12, 14, 16 a 19, 22, 27, 28, 31 a 41 y las Interpretaciones del Comité de Interpretación de Normas (SIC) números 9, 22, 28 y 32 (Diario Oficial L 392 de 31/12/2004).

REGLAMENTO (CE) n° 2237/2004, de 29 de diciembre de 2004, que modifica el Reglamento (CE) n° 1725/2003 por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo por lo que se refiere a la NIC 32 y a la Interpretación CINIIF 1 (Diario Oficial L 393 de 31/12/2004).

REGLAMENTO (CE) n° 2238/2004, de 29 de diciembre de 2004, que modifica el Reglamento (CE) n° 1725/2003 por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la NIIF 1, a las NIC números 1 a 10, 12 a 17, 19 a 24, 27 a 38, 40 y 41 y a las SIC números 1 a 7, 11 a 14, 18 a 27, 30 a 33 (Diario Oficial L 394 de 31/12/2004).

REGLAMENTO (CE) n° 211/2005, de 4 de febrero, que modifica el Reglamento (CE) n° 1725/2003, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a las Normas internacionales de información financiera (NIIF) 1 y 2 y a las Normas internacionales de contabilidad (NIC) n° 12, 16, 19, 32, 33, 38 y 39 (Diario Oficial L 41 de 11/2/2005).

REGLAMENTO (CE) n° 1073/2005 de la Comisión de 7 de julio de 2005 que modifica el Reglamento (CE) n° 1725/2003, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la Interpretación CINIIF 2 (Diario Oficial L 175 de 8/7/2005).

REGLAMENTO (CE) n° 1751/2005 de la Comisión de 25 de octubre de 2005 que modifica el Reglamento (CE) n° 1725/2003, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la NIIF 1, NIC 39 y SIC 12 (Diario Oficial L 282 de 26/10/2005).

REGLAMENTO (CE) nº 1910/2005 de la Comisión de 8 de noviembre de 2005 por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1725/2003, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a las Normas Internacionales de Información Financiera 1 y 6, a las NIC 1, 16, 19, 24, 38 y 39 y a las Interpretaciones del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera 4 y 5 (Diario Oficial L 305 de 24/11/2005).

REGLAMENTO (CE) nº 1864/2005 de la Comisión de 15 de noviembre de 2005 por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1725/2003 por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, por lo que respecta a la Norma Internacional de Información Financiera nº 1 y a las Normas Internacionales de Contabilidad nº 32 y nº 39 (Diario Oficial L 299 de 16/11/2005).

REGLAMENTO (CE) Nº 2106/2005 de la Comisión de 21 de diciembre de 2005 por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1725/2003 por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 39 (Diario Oficial L 337 de 22/12/2005).

REGLAMENTO (CE) nº 108/2006 de la Comisión de 11 de enero de 2006 por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1725/2003 por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) 1, 4, 6 y 7, a las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) 1, 14, 17, 32, 33 y 39 y a la Interpretación (CINIIF) 6 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera (Diario Oficial L 24 de 27/1/2006).

REGLAMENTO (CE) nº 708/2006 de la Comisión de 8 de mayo de 2006 por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1725/2003 por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 21 y a la Interpretación (CINIIF) 7 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera (Diario Oficial L 122 de 9/5/2006).

REGLAMENTO (CE) nº 1329/2006 de la Comisión de 8 de septiembre de 2006 que modifica el Reglamento (CE) nº 1725/2003 por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) no 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las Interpretaciones (CINIIF) 8 y 9 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera (Diario Oficial L 247 de 9/9/2006).

- REITMAN, D. (1993): *Stock options and the strategic use of managerial incentives*. American Economic Review, nº 83, June, pp. 513-524.
- RESOLUCIÓN de 15 de enero de 1998 sobre el segundo informe de la Comisión Pepper II relativo al fomento de la participación de los trabajadores en los beneficios y resultados de la empresa (incluida la participación financiera) en los estados miembros (Diario Oficial C 034 de 2/2/1998).
- REYNOLDS, A. (2004): *FASB fumbles stock options* [En línea] <http://www.cato.org/research/articles/reynolds-040417.html> [Fecha consulta:].
- RIVERO ROMERO, J. (1998): *Contabilidad de sociedades*. Editorial Trivium. Madrid. Págs. 672.
- RIVERO TORRE, P. (2003a): *El auditor y el buen gobierno de la empresa*. Partida Doble, nº 146, pp. 58-65.
- (2003b): *Las nuevas normas contables y las empresas cotizadas*. Revista del Instituto de Estudios Económicos, nº 4, pp. 23-54.
- (2003c): *Responsabilidad Social Corporativa. Un modelo de gestión y medición para la empresa*. Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, nº 64, pp. 35-36.
- ROBINSON, D. y BURTON, D. (2004): *Discretion in financial reporting: the voluntary adoption of fair value accounting for Employee Stock Options*. Accounting Horizons, vol. 18, nº 2, pp. 97-108.
- RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. (1993): *Escisión*. Incluido en URÍA, R.; MENÉNDEZ, A. y OLIVENCIA, M. (Dirs) "Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles", Tomo IX, Volumen 3º, Editorial Civitas. Madrid. Págs. 203.
- RODRÍGUEZ ENRÍQUEZ, E. (2003): *Las stock options: algunas cuestiones pendientes*. Revista de Finanzas y Contabilidad, Enero-Febrero, pp. 22-29.
- RODRÍGUEZ PÉREZ, G.; SLOF, J.; SOLÁ TEY, M.; TORRENT CANALETA, M. y VILARDELL RIERA, I. (2006): *Contabilidad Europea 2005. Análisis y aplicación de las NIIF*. Editorial McGraw-Hill. Págs. 494.
- ROJO RAMÍREZ, A.A. y RAMÍREZ ORELLANA, A. (2005): *La NIC 24: información a revelar sobre partes vinculadas*. Partida Doble, nº 165, abril, pp. 36-41.
- ROLDÁN, J. J. (2003): *Aplicación de los sistemas de retribución de los administradores y perspectivas*. Incluido en "La retribución de los administradores de las sociedades

- cotizadas”, Encuentro de Verano (16-20 julio de 2001) en San Lorenzo de El Escorial, Editorial Colex, pp. 145-168.
- ROLL, R. (1977): *An analytical valuation formula for unprotected american call options on stocks with known dividends*. Journal of Financial Economics, vol. 5, pp. 251-258.
- ROMERO ROMERO, G. (1993): *Estrategia y remuneración de los directivos*. Esic Market, nº 81, pp. 1-17.
- RONCERO SÁNCHEZ, A. (1999): *La retribución de los administradores de la sociedad anónimas*. Incluido en "Manuales de la reforma mercantil en España", volumen III, El gobierno de las empresas, Madrid, Edición especial del Diario Expansión, pp. 343-373.
- RONEN, J. (2005): *Accounting for share-based payments* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=934437> [Fecha consulta: 20/1/2006].
- ROSELL I PIEDRAFITA, CLAUDI (1999): *Aspectos jurídicos del contrato internacional de swap*. Editorial Bosch. Barcelona. Págs. 619.
- RUBINSTEIN, M. (1994): *On the accounting valuation of Employee Stock Options* [En línea] <http://www.findarticles.com> [Fecha consulta: 20/1/2006].
- RUDKIN, RONALD D. y PARSLEY, ROD A. (2004): *Valuation of Employee Stock Options and other Equity-Based Instruments* [En línea] FINANCIAL EXECUTIVES RESEARCH FOUNDATION (FERF) http://www.analysisgroup.com/fasb_fei_report_2004.pdf [Fecha consulta: 1/6/2005].
- RUIZ MOLINA, M.E. (2004): *Los desdoblamientos de acciones y la gestión de empresas*. Revista de Contabilidad y Tributación: comentarios, casos prácticos, nº 259, pp. 95-152.
- RUIZ, I. (2001): *Las opciones sobre acciones continúan su camino ascendente* [En línea] Reportaje de El Comercio Digital con fecha 8 de julio de 2001. <http://www.elcomerciodigital.com> [Fecha consulta: 22/11/2004].
- RUIZ-RICO RUIZ, C. (2002): *La regulación de las stock options en el derecho español desde una perspectiva iusprivativa: especial estudio del RD 1370/2000*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº 86, Abril-julio, pp. 55-102.
- RYAN, H.E. y WIGGINS, R.A. (2002): *The interactions between R&D investment decisions and compensation policy*. Financial Management, spring, pp. 5-29.
- SACYR VALLEHERMOSO, S.A. (2002): Folleto Informativo Continuado de Renta Variable y Renta Fija de Vallehermoso, S.A. [En línea] Folleto inscrito y verificado

en el registro oficial de la CNMV en mayo de 2002. <http://www.cnmv.es>. [Fecha consulta: 20/4/2006].

SAGARRA TRÍAS, E. (Dir.) (2002): *Las stock options en España*. Ediciones Deusto. Bilbao. Págs. 257.

SAHLMAN, W.A. (2002): *Expensing options solves nothing*. Harvard Business Review, vol. 80, nº 12, pp. 90-96.

SAIZ, J. (2003): *Expensing the cost of Executive Option Schemes: cases studies in the Australian Healthcare Industry*. Journal of Law and Financial Management, vol. 2, nº 1, pp. 15-28.

SAIZ, S. (2006): *Las empresas celebran el código Conthe y se preparan para cumplirlo*. [En línea] <http://www.expansion.com> [Fecha consulta: 26/2/2006].

SALAS FUMÁS, V. (2002): *El gobierno de la empresa*. Colección Estudios Económicos. Barcelona. La Caixa. Págs. 214.

SALMON, W. (2001): *La empresa y el Consejo de Administración*. Ediciones Deusto. Bilbao. Págs. 265.

SALY, P.J. (1994): *Repricing executive stock options in a down market*. Journal of Accounting and Economics, nº 18, pp. 325-356.

SAMUELS, J. y LYMER, A. (1996): *The financial reporting of executive share options in the UK*. British Accounting Review, vol. 28, pp. 249-266.

SAN SEBASTIÁN FLECHOSO, F. (1994): *El Informe Cadbury y el derecho societario español*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº 53, pp. 266-278.

— (1996): *El gobierno de las sociedades cotizadas y su control*. Centro de Documentación Bancaria y Bursátil. Madrid. Págs. 772.

— (2003): *Difusión en la práctica del sistema de opciones sobre acciones como forma de remuneración*. Incluido en “La retribución de los administradores de las sociedades cotizadas”, Encuentro de Verano (16-20 julio de 2001) en San Lorenzo de El Escorial, Editorial Colex, pp. 41-51.

SÁNCHEZ ALVÁREZ, M. M. (2006): *Fundamentos y antecedentes del régimen de información y transparencia en las sociedades cotizadas*. Incluido en VIVES, F. y PÉREZ-ARDÁ, J. (Coord.): “La sociedad cotizada”, Editorial Marcial Pons, Madrid, pp. 75-126.

- SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1999): *Sociedad anónima modelo 1998. Reforma (parcial) y crítica (total) de un texto legislativo reciente*. Estudios Ciencias Jurídicas. Editorial Mc Graw Hill. Págs. 189.
- (2000): *Las llamadas stock options y las fórmulas mágicas de la ciencia jurídica*. Revista jurídica de estudiantes, nº 2, Universidad Autónoma de Madrid, pp. 21-79.
- (2003): *Stock options, asistencia financiera de la sociedad y otras paradojas*. Incluido en “La retribución de los administradores de las sociedades cotizadas”, Encuentro de Verano (16-20 julio de 2001) en San Lorenzo de El Escorial, Editorial Colex, pp. 91-127.
- SÁNCHEZ CALERO, F. (1994a): *Artículo 130. Retribución*. Incluido en “Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas”, Tomo IV, Madrid, pp. 158-185.
- (1994b): *Las sociedades cotizadas o bursátiles en el derecho español*. Incluido en "Estudios de Derecho Bancario y Bursátil. Homenaje a Evelio Verdera y Tuells", Madrid, pp. 2361-2385.
- (2004): *Informe anual de gobierno corporativo*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº 94, pp. 7-42.
- SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J.L. (Dir.) (2001): *Curso de Bolsa y de mercados financieros*. Instituto Español de Analistas Financieros. Editorial Ariel. Barcelona. Págs. 1330.
- (Dir.) (2003): *Estudio sobre los efectos de la aplicación de las normas contables del IASB a los sectores cotizados de la bolsa española*. Fundación de Estudios Financieros. Papeles de la Fundación, Nº 3. Madrid. Págs. 394.
- SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J.L.; WANDEN-BERGHE LOZANO, J.L Y GONZÁLEZ CARBONELL, J.F. (1993): *Problemas contables de los nuevos instrumentos financieros: opciones, futuros y swaps*. ICAC. Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid. Págs. 304.
- SÁNCHEZ GONZÁLEZ, J.C. (1990): *La acción como título y como valor mobiliario negociable. La transmisión de acciones*. Incluido en GARRIDO DE PALMA *et al.*: “Las sociedades de capital conforme a la nueva legislación. Las sociedades anónimas. De responsabilidad limitada. En comandita por acciones”, 3ª Edición, Madrid, pp. 327-428.
- SÁNCHEZ MARÍN, G. y ARAGÓN SÁNCHEZ, A. (2003): *Efectos en los resultados de la organización del ajuste entre la retribución del directivo y la estrategia de la empresa*. Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa, vol. 12, nº 4, pp. 199-216.

- SÁNCHEZ, A. (1998): *Acciones preferentes y acciones rescatables: nueva regulación*. Bolsa de Madrid, nº 71, pp. 21-23.
- SÁNCHEZ, M. J. (1999a): *Incentivos basados en acciones: más que una moda*. Bolsa de Madrid, nº 75, marzo, pp. 15-17.
- (1999b): *Los especialistas debaten las salidas a Bolsa*. Bolsa de Madrid, nº 77, Mayo, pp. 23-25.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILLARTE, J. (2006): *La solución del problema retributivo en las sociedades cotizadas*. Revista Observatorio Contable y Financiero, nº 4, octubre, pp. 48-56.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILLARTE, J. y PUYOL, B. (2004): *La recomendación europea en materia de retribución de los administradores (Algunas reflexiones desde el ordenamiento español)*. Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº 96, pp. 163-214.
- SANCIÑENA ASURMENDI, C. (2003): *La opción de compra*. Editorial Dykinson. Madrid. Págs. 293.
- SANFILIPPO AZOFRA, S. (2004): *Fusiones y adquisiciones bancarias: características e implicaciones de las operaciones realizadas por las entidades de crédito europeas* [En línea] http://www.tdr.cesca.es/TESIS_UC/AVAILABLE/TDR-0427105-111545 [Fecha consulta: 12/12/2005].
- SANSALVADOR SELLÉS, M. E. y CAVERO RUBIO, J.A. (2002): *La Directiva 2001/65/CE de la UE para la armonización contable*. Partida Doble, nº 138, pp. 62-67.
- SANTOS PEÑALVER, J.F. y BANEGAS OCHOVO, R. (1993): *Los derechos económicos inherentes a las acciones propias y la reserva indisponible*. Revista de Contabilidad y Tributación: comentarios, casos prácticos, nº 128, pp. 103-120.
- SANTOS PEÑALVER, J.F.; BANEGAS OCHOVO, R. y ROJAS TERCERO, J. (1997): *Análisis por ratios de la rentabilidad empresarial*. Incluido en “Ensayos y estudios contables: en homenaje a D. Enrique Fernández Peña, D. Rafael Muñoz Yusta y D. Marcos y Melecio Riesco Esudero”, ICAC, Madrid, pp. 95-116.
- SANTOS PEÑALVER, J.F.; NEVADO PEÑA, D. y ALONSO CARRILLO, I. (2004): *Reflexiones sobre la confianza actual en la información contable*. XI Encuentro de Profesores Universitarios de Contabilidad (ASEPUC). Granada, 3 y 4 de junio de 2004.
- SANZ SANTOLARIA, C.J. (2002): *Guía de los principales ratios*. Acciones e Investigaciones Sociales, nº 14, pp. 137-148.

- SAUR, M. (2003): *La información financiera en el presente I: la presentación de la información de las sociedades que cotizan en Bolsa*. Incluido en "Presente y futuro de la información financiera", Ediciones Gestión 2000, Barcelona, pp. 47-123.
- SAUTNER, Z. y WEBER, M. (2006): *Corporate Governance and the design of Stock Option Programs* [En línea] AFA 2007 Chicago Meetings. <http://ssrn.com/abstract=825429> [Fecha consulta: 20/0/2006].
- SCHULTZ, P. (2000): *Stock splits, tick size and sponsorship*. Journal of Finance, vol. 55, nº 1, pp. 429-450.
- SCOTT, T.W.A y WIER, H.A. (2000): *On constructing an EPS measure: an assessment of the properties of dilution*. Contemporary Accounting Research, vol. 17, nº 2, pp. 303-326.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION: *Executive compensation: a guide for investors* [En línea] <http://www.sec.gov/investor/pubs/excomp0803.htm> [Fecha de consulta: 22/11/2005].
- SEETHAMRAJU, C. y ZACK, T. (2003): *Expensing stock options: the role of publicity* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=461760> [Fecha consulta: 15/6/2006].
- SENNE, D.: *Workers' financial participation and the role of social partners in Germany* [En línea] <http://www.csmb.unimo.it> [Fecha consulta: 1/12/2005].
- SENTENCIA DE 24 OCTUBRE 2001 (2001): Sentencia 24 Octubre 2001 del Tribunal Supremo sobre las stock options. Revista de Trabajo y Seguridad Social, nº 226, Enero, pp. 232-239.
- SERVICE POINT SOLUTIONS, S.A. (1999): Hecho relevante nº 18782. El Consejo de Administración del Grupo Picking Pack, S.A. ha acordado la implementación del Plan de incentivos a largo plazo destinado a Directivos y ciertos empleados de la compañía y sus filiales. [En línea] Registrado en la CNMV el 4 de agosto de 1999. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 10/9/2006].
- (2000): Folleto Informativo Reducido: ampliación de Capital Social con exclusión del derecho de suscripción preferente para cobertura del Plan de Opciones sobre acciones. [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV el 12 de junio de 2000. <http://www.cnmv.es>. [Fecha consulta: 20/4/2006].
- (2002): Modelo Informativo Incompleto. Modelo RFV [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV en octubre de 2000. <http://www.cnmv.es>. [Fecha consulta: 20/4/2006].

- (2003): Folleto Informativo. Modelo RVF. [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV el 1 de agosto de 2003. <http://www.cnmv.es>. [Fecha consulta: 20/4/2006].
- (2005): Documento de Registro de Acciones. Anexo 1 del Reglamento (CE). [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV el 22 de diciembre de 2005. <http://www.cnmv.es>. [Fecha consulta: 20/4/2006].
- (2006): Cuentas anuales consolidadas correspondientes al ejercicio anual terminado el 31 de diciembre de 2005. [En línea] <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 18/7/2006].
- SESIL, J.C. y KROUMOVA, M. (2005): *Broad-based stock options: before and after the market downturn* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=710363> [Fecha consulta: 5/6/2006].
- SESIL, J.C.; KROUMOVA, M.K.; BLASI, J.R. y KRUSE, D.L. (2000): *Broad-based Employee Stock Options in US: company performance characteristics*. Academy of Management Best Papers Proceedings.
- (2002): *Broad-based Employee Stock Options in US "New Economy" firms*. British Journal of Industrial Relations, vol. 40, nº 2, pp. 273-294.
- SESIL, J.C. y LIN, Y.P. (2005): *Executive and broad-based stock options: evidence from US panel data* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=793326> [Fecha consulta: 5/6/2006].
- SHAVELL, S. (1979): *Risk sharing and incentives in the principal and agent relationship*. Bell Journal of Economic, vol. 10, nº 1, pp. 55-73.
- SHERMAN, A. (2002): *Fast-track business growth: smart strategies to grow without getting derailed*. Washington, DC, USA, Kiplinger Books, p. 118 [En línea] <http://site.ebrary.com/lib/bibliotecaucm/Doc?id=10022568> [Fecha consulta: 19/10/2006].
- SILLIMAN, B.R. (2005): *Convergence of Accounting Standards: a comparative analysis of the U.S. revised standards on Share-Based Payment and the International Accounting Standards Board's IFRS 2*. Review of Business, vol. 26, nº 2, pp. 24-30.
- SMITH, C.W. Jr. y STULZ, R.M. (1985): *The determinants of firms' hedging policies*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 20, nº 4, December, pp. 391-405.

- SMITH, C.W. Jr. y WATTS, R.L. (1982): *Incentive and tax effects of executive compensation plans*. Australian Journal of Management, vol. 7, December, pp. 139-157.
- SMITH, C.W. Jr. y ZIMMERMAN (1976): *Valuing Employee Stock Option Plan using option pricing models*. Journal of Accounting Research, vol. 14, nº 2, pp. 357-364.
- SOCIEDAD GENERAL AGUAS DE BARCELONA, S.A. (2001): Folleto Informativo Completo: aumento de capital social de Sociedad General Aguas de Barcelona, S.A. [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV el 27 de julio de 2000. <http://www.cnmv.es>. [Fecha consulta: 20/4/2006].
- SOFFER, L.C. (1999): *SFAS No. 123 Disclosures and discounted cash-flow valuation* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=224778> [Fecha consulta: 15/6/2006].
- SOGECABLE, S.A. (2003): Hecho relevante nº 41902. Sogecable remite los acuerdos adoptados por la Junta General de Accionistas y en el Consejo de Administración de la compañía celebrada el 13/5/2003. [En línea] Registrado en la CNMV con fecha de 13 de mayo de 2003. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 15/10/2005].
- (2005): Documento de Registro de Acciones. Anexo 1 del Reglamento (CE) Nº 809/2004 de la Comisión de 29 de abril de 2004. [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV el 20 de mayo de 2005. <http://www.cnmv.es>. [Fecha consulta: 20/4/2006].
- (2006): Cuentas Anuales Consolidadas e Informe de Gestión Consolidado del ejercicio 2005 elaboradas conforme a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) adaptadas en Europa. [En línea] <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 18/7/2006].
- SOLER FREIXAS, M. (2000): *El tratamiento fiscal de los planes de opciones sobre acciones*. Revista de Finanzas y Contabilidad, septiembre-octubre, pp. 26-32.
- SOTOMAYOR GONZÁLEZ, S. (1999): *Splits: razones para el desdoblamiento de acciones*. Actualidad Financiera, año 4, nº 5, pp. 3-8.
- SPENCER STUART (2004): *España 2004. Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración* [En línea] http://content.spencerstuart.com/sswebsite/pdf/lib/spencer_stuart_ok.2004.pdf [Fecha consulta: 2/11/2005].
- STRAWSER, J. (1993): *Accounting for stock-based compensation: the FASB's proposal*. CPA Journal Online. Octubre [En línea] <http://nysscpa.org/cpajournal/old/14522920.htm> [Fecha consulta: 1/2/2006].

- STREET, D. L. y CEREOLO, S. (2004): *Stock options compensation: impact of expense recognition on performance indicators of non-domestic companies listed in the U.S.* Journal of International Accounting, Auditing & Taxation, nº 13, pp. 21-37.
- SUNDARAM, R.K.; BRENNER, M. y YERMACK, D. (2005): *On rescissions in Executive Stock Options.* Journal of Business, vol. 78, nº 5, pp. 1809-1835.
- SYLVESTRE, J. y SAYED, E.N. (2005): *Treasurer's Guide to Share-Based Payment Accounting.* Journal of Corporate Accounting & Finance, vol. 17, nº 1, pp. 41-50.
- TALMA CHARLES, J. (1996): *El contrato de opción.* Biblioteca de Derecho Privado, 71. Jose M^a Bosh Editor. Págs. 405.
- TAPIA HERMIDA, A. (2000): *La transparencia de los sistemas de retribución de los administradores y directivos de las sociedades cotizadas vinculadas a las acciones: las reformas de la Ley del Mercado de Valores y de la Ley de Sociedades Anónimas por la Ley 55/1999.* Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº 77, pp. 246-250.
- (2001a): *De nuevo sobre las stock options.* Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº 83, Julio-Septiembre, pp. 272-281.
- (2001b): *Sobre el problemático carácter salarial de las stock options.* Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº 81, Enero-Marzo, pp. 202-206.
- (2002): *Employee stock options plan, naturaleza salarial de las opciones laborales sobre acciones.* Revista de Trabajo y Seguridad Social, nº 226, enero, pp. 202-216.
- 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, nº 87, Julio-Septiembre, pp. 43-138.
- TAVEX ALGODONERA, S.A. (2003): Folleto Informativo Completo (Modelo RV) correspondiente a la ampliación de capital liberada con cargo a reservas [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV el 20 de mayo de 2005. <http://www.cnmv.es>. [Fecha consulta: 20/4/2006].
- (2003): Hecho relevante nº 45049. La compañía informa sobre el desarrollo de su plan de opciones sobre acciones de la sociedad suscrito con directivos y empleados. [En línea] Registrado en la CNMV el 20 de octubre de 2003. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 10/9/2006].
- TELEFÓNICA, S.A. (2002): Folleto Informativo Continuo de Emisión (modelo RFV). [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV el 7 de junio de 2002. <http://www.cnmv.es>. [Fecha consulta: 20/4/2006].

- TELEFÓNICA MÓVILES, S.A. (2001): Folleto Informativo Reducido: ampliación de capital de 22.800.000 acciones de 0,5 € de valor nominal de las que serán suscritas 21.445.962 acciones [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV el 28 de septiembre de 2001. <http://www.cnmv.es>. [Fecha consulta: 20/4/2006].
- (2003): Folleto Informativo Continuado. Modelo RVF. [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV en julio de 2002. <http://www.cnmv.es>. [Fecha consulta: 20/4/2006].
- TELEFÓNICA PUBLICIDAD E INFORMACIÓN (TPI) (1999): Folleto Informativo. Oferta pública de venta de acciones de Telefónica Publicidad e Información, S.A. [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV el 4 de junio de 1999. <http://www.cnmv.es>. [Fecha consulta: 15/5/2006].
- TELEPIZZA, S.A. (1999): Folleto Informativo Completo. Ampliación de capital por la ejecución del Plan de Opciones sobre acciones [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV el 19 de abril de 1999. <http://www.cnmv.es>. [Fecha consulta: 20/4/2006].
- TEMPLIN, B.A. (2005): *Expensing isn't the only option: alternatives to the FASB's stock option expensing proposal*. Journal of Corporation Law, vol. 30, n° 2, pp. 357-404.
- TER HORST, J. y VELD, C. (2003): *Behavioral preferences for individual securities: the case for call warrants and call options*. Working Paper. Tilburg University.
- TERRA NETWORKS, S.A. (1999): Folleto de Oferta Pública de suscripción y admisión a Bolsa [En línea] Inscrito y registrado en la CNMV el 29/10/1999 <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 15/11/2006].
- (2005): Proyecto de fusión de Telefónica, S.A. y Terra Networks, S.A. [En línea] Inscrito y registrado en la CNMV el 23/2/2005. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 17/12/2006].
- TIAN, Y.S. (2004): *Too much of a good incentives? The case of Executive Stock Options* [En línea] Journal of Banking and Finance, vol. 28, pp. 1225-1245 <http://ssrn.com/abstract=707901> [Fecha consulta: 20/5/2006].
- TOLAND, T. (2004): *The great stock options debate* [En línea] The Financial Journalist, vol. 19. <http://www.industryemailot.net> [Fecha consulta: 12/2/2006].
- TORIBIO TEMPRADO, J. A. y SANTOS ARRIBAS, C (2003): *Beneficios a los empleados: IAS 19 y 26. Stock options. Instrumentos financieros*. Incluido en "Normas Internacionales de contabilidad", Centro de Estudios Financieros, pp. 289-316.

- TORRENT, A (2002): *Stock options en sociedades cotizadas y las recientes reformas legislativas*. Libro Homenaje a Fernando Sánchez Calero, vol. III, Madrid, pp. 2959-3002.
- TORRES, D.G. (2005): *El salario de las grandes decisiones* [En línea] Revista "Buen Gobierno". <http://www.socinfo.info/bg/bg2/p12-21/retribuciones.pdf> [Fecha consulta: 23/11/2005].
- TORRES ESCAMEZ, S. (1992): *La emisión de obligaciones por sociedades anónimas*. Editorial Civitas. Madrid. Págs. 301.
- TORRES LANA, J.A. (1982): *Contrato y derecho de opción*. Editorial Trivium. Madrid. Págs. 299.
- TOWERS PERRIN (2003): *Remuneración Total a Nivel Mundial*. [En línea] <http://www.towersperrin.com> [Fecha de consulta: 22/4/2005].
- TRANSPORTES AZKAR, S.A. (2005): Hecho Relevante nº 62781. Con fecha 19 de diciembre de 2005 han quedado íntegramente liquidados los derechos económicos derivados de los contratos de concesión de opciones sobre acciones de Transportes Azkar, S.A. todavía en vigor, suscritos con fecha 19 de enero de 2001 al amparo de la autorización concedida por la Junta General de Accionistas de la sociedad de 6 de mayo de 2000. [En línea] Registrado en la CNMV el 19 de diciembre de 2005. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 10/9/2006].
- TÚA PEREDA, J. (1998): *Cómo decíamos ayer... Algunas reflexiones en torno al Derecho contable diez años después*. Incluido en "La contabilidad en el siglo XXI" en el Volumen Extraordinario de la Revista Técnica Contable, en ocasión de su L Aniversario, Madrid, pp. 199-236.
- (2002): *El marco conceptual y la reforma contable*. Partida Doble, nº 136, pp. 52-59.
- (2003): *La información financiera en el futuro I: las recomendaciones al Libro Blanco*. Incluido en "Presente y futuro de la información financiera". Ediciones Gestión 2000, Barcelona, pp. 165-278.
- TUSQUETS TRIAS DE BES, F. (1998a): *La remuneración de los administradores de las sociedades mercantiles de capital*. Estudios de Derecho Mercantil. Editorial Civitas. Madrid. Págs. 360.
- (1998b): *Una reflexión en torno a las recomendaciones del Informe Greenbury y el proceso privatizador español*. La Ley, nº 4452, 7 de enero, pp. 31-32.
- UCIEDA BLANCO, J.L. y GARCIA OSMA, B. (2003): *La comparabilidad de las Normas Internacionales de Contabilidad y los USGAAP: Un estudio empírico de*

- las conciliaciones del Informe 20-F*. IV Jornadas de Contabilidad Financiera. ASEPUC. Madrid, pp. 259-280.
- UGALDE, R. (2004): *Las opciones sobre acciones vuelven con armadura*. [En línea] <http://www.expansionyempleo.com> [Fecha consulta: 22/11/2004].
- URALITA, S.A. (2000): Folleto específico sobre los sistemas de retribución referenciados a la acción de Uralita en vigor con anterioridad al 1 de enero de 2000, de conformidad con lo dispuesto en la Disposición Adicional 16ª de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, modificada por la Disposición Adicional 17ª de la Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y de orden Social [En línea] Folleto inscrito y registrado en la CNMV con fecha de 25 de julio de 2000 <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 13/9/2005].
- URÍA, R.; MENÉNDEZ, A. y GARCÍA DE ENTERRÍA, I. (1999a): *La sociedad anónima: órganos sociales. Los administradores*. Incluido en URÍA, R. y MENÉNDEZ, A. (Dir.): "Curso de Derecho Mercantil", vol. I, Editorial Civitas, Madrid, pp. 895-921.
- (1999b): *La sociedad anónima: liquidación*. Incluido en URÍA, R. y MENÉNDEZ, A. (Dir.): "Curso de Derecho Mercantil", vol. I, Editorial Civitas, Madrid, pp.1021-1041.
- (1999c): *La sociedad anónima: la acción en general*. Incluido en URÍA, R. y MENÉNDEZ, A. (Dir.): "Curso de Derecho Mercantil", vol. I, Editorial Civitas, Madrid, pp. 815-837.
- URRITIA DE HOYOS, I. (2006): *El nuevo código de Buen Gobierno: críticas y alabanzas*. Partida Doble, nº 177, mayo, pp. 88-95.
- VALLEJO TORRECILLA, F. (2005a): *Marco conceptual del IASB (I)*. Técnica Contable, vol. 57, nº 671, pp. 61-66.
- (2005b): *Marco conceptual del IASB (II)*. Técnica Contable, vol. 57, nº 672, pp. 62-70.
- VAQUERIZO ALONSO, A. (2003): *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*. Editorial Civitas. Madrid. Págs. 576.
- VARELA VARAS, A. y JUSTE MENCÍA, J. (2004): *Adquisición de sociedades anónimas*. Incluido en Alvaréz Arjona, J.M. y Carrasco Perera, A." (Dir.): "Fusiones y adquisiciones de empresas", Editorial Thomson-Aranzadi, Pamplona, pp. 629-687.
- VATER, HENDRIK J. (2002): *Stock options and Financial Analysis* [En línea] University of St Gallen; Department of Accounting, Controlling and Auditing. Working Paper No 1-2002. <http://ssrn.com/abstract=370260> [Fecha consulta: 2/6/2005].

- VATINET, R. (1997): *Le clair-obscur des stock options à la française*. Revue des sociétés, vol. 115, nº 1, pp. 31-66.
- VÁZQUEZ ALBERT, D. (1998): *El conflicto entre mayoría y minoría en la exclusión del derecho de suscripción preferente*. Cuadernos de Derecho y Comercio, nº 26, Septiembre, pp. 159-202.
- (2000): *La exclusión del derecho de suscripción preferente*. Editorial Civitas. Madrid. Págs. 344.
- VÁZQUEZ CUETO, J.C. (1995): *Régimen jurídico de la autocartera*. Editorial Marcial Pons. Madrid. Págs. 615.
- VÁZQUEZ LEPINETTE, T. (2000): *Los planes de opciones sobre acciones: perfiles jurídico-privados*. Derecho de los Negocios, nº 120, Septiembre, pp. 1-19.
- VÁZQUEZ-PENA PÉREZ, J. M. (1999): *La implantación de un sistema de retribución variable en Unión Fenosa*. Boletín del Círculo de Empresarios, nº 64, pp. 63-69.
- VELASCO SAN PEDRO, L. A. (1999): *La adquisición de acciones propias: problemas de política jurídica y tendencias legislativas*. Revista de Derecho de Sociedades, nº 11, pp. 33-77.
- (2000): *Negocios con acciones y participaciones propias: estudios jurídicos*. Editorial Lex Nova. Valladolid. Págs. 257.
- VIDAL BLASCO, M.A.; ANGLA JIMÉNEZ, J.J.; MONCLÚS GUITAR, R. y RODRÍGUEZ MERAYO, M.A. (2006): *Valor razonable: efectos de la normativa internacional en Europa*. Técnica Contable, nº 664, pp. 10-19.
- VILLACORTA HERNÁNDEZ, M. (2004a): *Posibles soluciones a problemas de la normalización contable* [En línea] Tesis Doctoral <http://www.ucm.es/eprints/5349> [Fecha consulta: 15/10/2005].
- (2004b): *Ratio beneficio por acción (BPA) en las normas del IASB*. Técnica Contable, nº 669, noviembre, pp. 73-76.
- (2005a): *Tratamiento contable de las opciones* [En línea]. <http://www.cesfelipesegundo.com/revista/articulo2005b/comercio1.pdf>. [Fecha consulta: 15/1/2006].
- (2005b): *Contabilización de las acciones privilegiadas según las IFRS*. Técnica Contable, nº 673, pp. 33-38.
- (2006): *Elaboración del balance de situación basándose en la normativa del IASB*. Técnica Contable, nº 687, junio, pp. 29-41.

- VILLADA RUIZ, LÁZARO (1999): *La retribución variable: ¿Por qué el salario fijo no es suficiente?* Boletín del Círculo de Empresarios, nº 64, pp. 71-99.
- WALKER, D.I. (2006): *Some observations on the stock options backdating scandal of 2006* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=9299702> [Fecha consulta: 18/11/2006].
- WAM ACQUISITIONS, S.A. (2005): Folleto explicativo y Anexos. Oferta Pública de Adquisición de acciones de Amadeus Global Travel Distribution, S.A. formulada por Wam Acquisitions, S.A. [En línea] Registrada en la CNMV en mayo de 2005 <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 15/7/2006].
- WATSON WYATT (1998): *La retribución de los altos directivos*. Capital Humano, nº 113, pp. 95-97.
- (2005): *IFRS/IAS nº 2* [En línea] <http://www.watsonwyatt.com> [Fecha consulta: 16/11/2006].
- WAYMAN, R. (2003): *The "true" cost of stock options* [En línea] <http://www.investopedia.com> [Fecha consulta: 15/1/2006].
- WEISBENNER, S.J. (2000): *Corporate share repurchases in the 1990s: What role do stock options play?* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=234164> [Fecha consulta: 28/9/2005].
- WHALEY, R.E. (1981): *On the valuations of american call options on stocks with known dividends*. Journal of Financial Economics, vol. 9, pp. 207-211.
- WHITTINGTON, G. (2005): *The adoption of International Accounting Standards in the European Union*. European Accounting Review, vol. 14, nº 1, pp. 127-153.
- WIEDMAN, C. I. y GOLDBERG, D. J. (2001): *Accounting for stock-based compensation: as easy as SFAS 123?* Ivey Business Journal, julio-agosto, pp. 6-9.
- WILLIAMS, J.R. y HOLZMANN, O.J. (1994): *Acciones emitidas a empleados*. Incluido en "Guía de PCGA", Editorial Harcourt Brace International, EEUU, pp. 4501-4502.
- WILSON, T.E.; WARD, S.P.; WARD, D.R. y GUIN, L.D. (1996): *Valuing stock options: a revised spreadsheet template* [En línea] <http://www.luca.com/cpajournal> [Fecha consulta: 15/9/2006].
- WINTER, J. (2002): Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe. Bruselas.
- WISE, B.W. (1990): *ESOP Accounting: past, present and future* [En línea] <http://www.luca.com/cpajournal> [Fecha consulta: 1/2/2006].

- WISE, V. (2005): *NZ IFRS 2 – The differential treatment of cash and equity settled transactions*. Chartered Accountants Journal, December, pp. 64-65.
- WU, M.; KAO, H. y HUANG, Y. (2007): *The impact of Employee Stock Options issued by companies on stock repurchases*. [En línea] Congreso organizado por el European Financial Management Association. Viena. <http://www.efmaefm.org> [Fecha consulta: 20/7/2007].
- YAGÜE GUIRAO, J. (2001): *El efecto de las ampliaciones liberadas en el valor de las acciones*. Revista Española de Financiación y Contabilidad, vol. 30, nº 107, pp. 11-38.
- YAGÜE GUIRAO, J. y GÓMEZ SALA, J.C. (2002): *Distribuciones gratuitas de acciones: motivaciones de los directivos españoles para aumentar el número de títulos en circulación*. Análisis Financiero, nº 90, pp. 12-25.
- YANES YANES, P. (2004): *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*. Editorial Thomson-Aranzadi. Navarra. Págs. 220.
- YBAÑEZ, J. (2006): *Proceso de admisión a cotización en los mercados bursátiles y ofertas públicas de venta o suscripción*. Incluido en VIVES, F. y PÉREZ-ARDÁ, J. (Coord.): “La sociedad cotizada”, Editorial Marcial Pons, Madrid, pp. 407-455.
- YERMACK, D. (1997): *Good timing: CEO stock option awards and the company news announcements*. Journal of Finance, nº 52, pp. 449-476.
- ZAMORA RAMÍREZ, C. (2001): *El valor razonable en la contabilidad de los instrumentos derivados*. Partida Doble, nº 126, pp. 68-81.
- ZAMORANO ROLDÁN, S. (1998): *Ideas en torno al contrato de swap*. Incluido en “Homenaje en memoria de Joaquín Lanzas y de Luis Selva”, Centro de Estudios Registrales, pp. 247-268.
- ZEFF, S.A. (2002): *“Political” lobbying on proposed standards: a challenge to the IASB*. Accounting Horizons, vol. 16, nº 1, pp. 43-54.
- ZELTIA, S.A. (2005): Folleto Informativo Continuado. Modelo RVF. [En línea] Folleto inscrito y verificado en el registro oficial de la CNMV el 21 de junio de 2005. <http://www.cnmv.es>. [Fecha consulta: 20/4/2006].
- (2006): Hecho relevante nº 65330. La Sociedad remite Hecho Relevante sobre sistemas retributivos referente a la ejecución por parte del Consejo de Administración de Zeltia del Plan de Entrega gratuita de Acciones y Opciones sobre Acciones aprobado por la Junta General de Zeltia, S.A. de fecha 27 de junio de 2005. [En línea] Registrado en la CNMV el 30 de marzo de 2006. <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 10/9/2006].

- (2006): Cuentas Anuales Consolidadas al 31 de diciembre de 2005. [En línea] <http://www.cnmv.es> [Fecha consulta: 18/7/2006].
- ZHANG, G. (2002): *Market valuation and Employee stock options* [En línea] <http://ssrn.com/abstract=366220> [Fecha consulta: 15/6/2006].
- ZINGHEIM, P. K. y SCHUSTER, J. R. (2000): *Sistemas de retribución: antes de que sea demasiado tarde*. Harvard Deusto Business Review, nº 97, Julio-Agosto, pp. 62-68.
- ZORRILLA SALGADOR, J.P.: *El crecimiento de una pequeña o mediana empresa (pyme) dentro del contexto capitalista moderno. Tercera parte: el límite financiero* [En línea] <http://www.gestiopolis.com/Canales4/ger/crecitercera.htm> [Fecha consulta: 4/4/2005].
- ZUBIRI DE SALINAS, M. (2000): *Las acciones rescatables o recuperables: ¿una opción para las sociedades cotizadas?* Incluido en GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, J.A. (Coord.): "La(s) reforma(s) de la Ley de Sociedades Anónimas", Editorial Tecnos, Madrid, pp. 107-134.
- ZURUTUZA REIGOSA, E. (2004): *Los consejeros externos independientes. Riesgo y responsabilidad*. Incluido en Bueno Campos, E. (Dir. y Coord.): "El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y eficacia", Ediciones Pirámide, Madrid, pp. 179-189.

ANEXO I

MODELOS DE COMUNICACIÓN A LA CNMV DE LOS

SISTEMAS RETRIBUTIVOS

ANEXO II

CONTRATO DE OPCIÓN DE COMPRA DE ACCIONES

Estimado.....

Plan de Incentivos a Largo Plazo de.....

No es grato presentarle el Plan de Incentivos a Largo Plazo de..... (en adelante, “el Plan”) que fue aprobado por el Consejo de Administración de y ratificado por la Junta General de Accionistas celebrada ely cuyas condiciones exponemos a continuación.

El objetivo del Plan es conceder a los consejeros ejecutivos y miembros de la alta dirección (en adelante “el Directivo”) un número de opciones sobre acciones que otorgan el derecho a recibir al cabo de..... años desde su concesión, un número de acciones en función del desempeño del Directivo y de la evolución de la acción de..... durante ese período.

Este Plan permitirá potenciar los resultados a largo plazo de....., convertir a los directivos en accionistas, retener y motivar a nuestros profesionales.

Por acuerdo del Consejo de Administración, usted ha sido incluido en el Plan que se registrará por las siguientes estipulaciones:

1. Número de Opciones.

Le son concedidas a D..... un total de..... opciones de compra, cada una de las cuales atribuye los derechos reconocidos en el presente documento.

2. Precio de Ejercicio de la Opción.

El precio de ejercicio de cada opción es de..... Este precio es el resultante de calcular la media aritmética simple de los precios de cierre de cotización de la acción de..... en el Mercado Continuo durante los... días hábiles inmediatamente anteriores al.....

3. Precio de Liquidación de la Opción.

El valor de liquidación de cada opción será la media aritmética simple de los precios de cierre de cotización de la acción de..... en el Mercado Continuo durante los..... días hábiles inmediatamente anteriores al.....

Tendrán la consideración de días hábiles a los efectos del presente contrato aquellos en los que exista sesión en la Bolsa de Valores de..... y no se produzca ninguna suspensión o limitación de la negociación de las acciones por cualquier motivo y se encuentren abiertas al público las entidades bancarias para realizar operaciones financieras. En el caso de que llegada cualquiera de las fechas previstas en el presente contrato no resultara dicha fecha ser día hábil, se entenderá que la fecha prevista en el presente Contrato corresponderá al día hábil siguiente.

4. Fecha de ejercicio.

El ejercicio de las opciones se realizará en el día.....

5. Condiciones de ejercicio de las Opciones.

Será condición indispensable para que el Directivo pueda ejercer sus Opciones el cumplimiento del siguiente objetivo:

.....

El Consejo de Administración será responsable de certificar el cumplimiento de dicho objetivo.

El Consejo de Administración podrá sustituir el objetivo anterior por otro u otros que considere oportunos si se produjesen cambios en el Grupo o en su entorno que dificultaran o facilitaran en exceso su aplicación.

6. Ejercicio de las Opciones.

Las Opciones serán ejercidas por el Directivo mediante la presentación a la Compañía del pertinente Boletín de Ejercicio de las Opciones en el plazo máximo de..... días a contar desde la Fecha de Ejercicio, indicando el número de Opciones que desea ejercer.

Las Opciones ejercitadas se liquidarán.....

7. Compromiso de la Compañía de disponibilidad de las acciones.

En los..... días hábiles siguientes a la Fecha de Ejercicio, transferirá a la cuenta de valores, que el Directivo haya indicado en el Boletín de Ejercicio de las Opciones, las acciones atribuidas de acuerdo a lo dispuesto en la cláusula anterior.

8. Mantenimiento de la Cartera de Acciones.

El Directivo estará obligado a mantener en su propiedad los títulos atribuidos como consecuencia del presente acuerdo, sin transmitirlos, durante el periodo de..... años desde que le sean transmitidos. El Directivo se obliga a informar a la Compañía, una vez al año, del mantenimiento de las acciones mediante la presentación al Secretario del Consejo de Administración de un certificado emitido a tal efecto por la entidad depositaria de los títulos.

Si a pesar del compromiso del mantenimiento de las acciones el Directivo vendiera la totalidad o parte de las mismas, el Consejo de Administración podrá decidir la exclusión del Directivo en ofertas o planes similares de..... que puedan realizarse en el futuro.

9. Condiciones de Ejercicio.

9.1. La terminación de la relación laboral del Directivo por cualquier causa, salvo las previstas a continuación, con carácter previo a la fecha de ejercicio provocará automáticamente la pérdida del derecho del ejercicio de las Opciones.

Se exceptúan los siguientes supuestos: Gran invalidez, invalidez permanente total o absoluta, fallecimiento, jubilación y jubilación anticipada.

En estos casos se considerarán los derechos establecidos en el presente Plan automática y anticipadamente ejercitados estableciéndose como fecha de ejercicio y por tanto de vencimiento de las Opciones la fecha del hecho causante.

La liquidación se realizará según el sistema descrito en la cláusula 6 siendo el valor de liquidación la media aritmética simple de los precios de cierre de cotización de la acción en el Mercado Continuo durante los..... días hábiles anteriores a la fecha de ejercicio.

9.2. En el supuesto de cese del Directivo en el puesto que ostentaba a la entrada en vigor del Plan, cualquiera que fuera la causa salvo en el caso de cese por incumplimiento grave de sus obligaciones profesionales, continuando el directivo desempeñando algún cargo de inferior categoría dentro de..... o alguna de las empresas de su grupo, los derechos establecidos en el presente Plan se considerarán automática y anticipadamente ejercitados estableciéndose como fecha de ejercicio y por tanto de vencimiento de las Opciones la fecha de cese del directivo en su puesto.

El procedimiento de liquidación será el mismo que se describe en el apartado 9.1.

9.3. En el supuesto de pasar el directivo a una situación de excedencia forzosa o voluntaria, el Consejo de Administración decidirá los efectos de dicha situación sobre los derechos del directivo relativos al ejercicio de las opciones.

10. Variaciones del Capital Social.

En el supuesto de que se adoptara respecto a..... un acuerdo que pudiera afectar negativamente y de modo sustancial a la cotización de las acciones o que pudiera producir una dilución del valor de la acción (entre otras y sin limitación, ampliaciones de capital total o parcialmente liberadas, disminuciones de capital con restitución de aportaciones, aumento de capital con emisión de acciones a precio inferior a su valor de cotización, reducción del nominal con emisión de acciones a precio inferior a su valor de cotización, reducción del nominal o “split” de las acciones), el Consejo de Administración realizará los ajustes necesarios para que la remuneración del Directivo no se vea afectada por esta circunstancia ajena al desempeño de sus funciones; este ajuste se llevará a cabo, en todo caso, siguiendo criterios puramente objetivos.

El Consejo de Administración enviará al Directivo, una comunicación en la que se explique el ajuste y en la que se describa cómo se calculará, en adelante, la liquidación de las Opciones.

11. Cambio de control.

En los supuestos de que..... fuese objeto de fusión con otra entidad, bien sea por absorción o bajo cualquier otra modalidad, o se produjera la toma de control de..... por otra entidad mediante OPA o cualquier otro procedimiento, el Directivo podrá considerar los derechos establecidos en el presente Plan automática y anticipadamente ejercitados, estableciéndose como fecha de ejercicio y por tanto de vencimiento de las Opciones, la fecha de publicación por el Boletín de Cotización de la Bolsa de..... por el que se anuncia el hecho relevante, siendo el Precio de Liquidación de la Opción el del primer día de cotización después de dicha publicación.

12. Transmisión de las Opciones.

Los derechos del Directivo derivados de las opciones se otorgan con carácter personal, intransferible y no negociable, salvo en el supuesto de fallecimiento del Directivo, en cuyo caso las opciones se transmitirán mortis causa a sus herederos.

13. Incidencia en los derechos de carácter laboral.

Los derechos concedidos a los Directivos en virtud de este Plan, no son acumulables ni computables para percepciones salariales fijas o variables percibidas por el Directivo, ni tendrán el carácter de derechos consolidables.

El presente Plan no tendrá la consideración de condición de trabajo del Directivo y los derechos y obligaciones derivados de los contratos de trabajo no se verán afectados por su participación en el Plan.

En los supuestos de pérdida o suspensión de los derechos derivados del presente Plan, cualquiera que sea su causa, el Directivo no tendrá derecho a compensación alguna en concepto de indemnización por daños y perjuicios, ni podrá ser reclamado adicionalmente a título de indemnización en los supuestos de extinción de la relación laboral.

De igual forma los derechos derivados del presente Plan no serán computables a efectos de futuros incrementos salariales, ni tampoco respecto de las prestaciones derivadas de planes de pensiones ni otros sistemas de previsión social.

14. Gastos e Impuestos.

Serán de cargo del Directivo todos los impuestos derivados de la concesión y ejercicio de las Opciones que puedan corresponderse de acuerdo a la legislación vigente en cada momento. En concreto correrá a cargo del Directivo el importe total del ingreso a cuenta del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas que proceda como consecuencia de la retribución en especie generada.

Asimismo serán de cargo del directivo todos los gastos derivados de venta de las acciones, así como de los gastos del depósito de las mismas.

15. Cláusulas adicionales.

El Plan será interpretado y administrado por el Consejo de Administración cuyas decisiones serán definitivas y vinculantes.

El Consejo de Administración podrá delegar en la Comisión de Nombramientos y Retribuciones o en otros miembros de la organización o en una entidad financiera la administración del Plan.

Cualquier notificación o comunicación relacionada con el Plan será entregada a la Compañía bien en persona o por correo dirigido al Secretario del Consejo de Administración.

Cualquier notificación o comunicación dirigida a un Directivo participante puede serle entregada en su puesto de trabajo o enviada por correo a la dirección que proporcionará a la Compañía a tal efecto o, en ausencia de tal dirección, a su último domicilio conocido.

16. Ley Aplicable y Jurisdicción.

Las partes se someten para cualquier desavenencia que pudiera derivarse a la legislación española.

Cualquier controversia que pueda surgir entre las partes en relación con el Plan, y en particular sobre su validez, eficacia, cumplimiento, resolución o rescisión será sometida a arbitraje de derecho regulado por la ley de arbitraje española de 5 de diciembre de 1988, comprometiéndose las partes a estar y pasar por el laudo que en su caso se dicte y nombrando como árbitro único a la persona que designe el Decano del Ilustre Colegio de Abogados de....., de entre los Abogado de reconocido prestigio de.....

El proceso arbitral durará 6 (seis) meses y en él el árbitro deberá practicar las pruebas propuestas por las partes que sean pertinentes con las cuestiones controvertidas y relevantes para su decisión. La denegación de pruebas, en su caso, será motivada, congruente y razonable. El lugar de celebración del arbitraje y de emisión del laudo será....., y el lenguaje será el castellano.

Las partes se obligan a cumplir voluntariamente el laudo que se dicte, tan pronto se haya emitido. En caso de incumplimiento, la deuda o indemnización procedente se incrementará, en concepto de cláusula penal, en un diez por ciento (10%) anual, calculado desde la fecha de emisión, hasta la de su pago efectivo.

No obstante lo anterior, las partes podrán renunciar por acuerdo expreso al arbitraje pactado, y someterse, con renuncia expresa al fuero que pudiera corresponderles, a los Juzgados de.....

17. Modificaciones del Plan.

En cualquier momento el Consejo de Administración podrá modificar los términos del Plan que se estimen convenientes para cumplir o beneficiarse, tanto..... como el Directivo de cualquier normativa legal. Las citadas modificaciones sólo podrán efectuarse cuando exista un beneficio común y nunca en perjuicio de alguna de las partes.

El Consejo de Administración enviará a los Directivos, dentro de los diez (10) días siguientes a la adopción del acuerdo del Consejo contemplado en el párrafo anterior, una comunicación escrita en la que se informe sobre la modificación realizada y los efectos que tendrá en el Directivo.

Esperamos que esta iniciativa sea de su interés. Si desea participar en la misma de acuerdo a las condiciones expuestas remita la copia de esta carta al Secretario del Consejo de Administración en señal de su aceptación y conformidad antes del.....

Atentamente,

.....

Acepto y conforme.

El Directivo.

ANEXO III

MODELOS DE VALORACIÓN DE OPCIONES: MÉTODO BLACK-SCHOLES Y ÁRBOL BINOMINAL

MODELO DE BLACK-SCHOLES

El modelo de Black-Scholes se basa en las siguientes hipótesis:

- El mercado funciona sin fricciones, es decir, no existen costes de transacción, de información ni impuestos y los activos son perfectamente divisibles.
- La transacción tiene lugar de forma continua y existe plena capacidad para realizar compras y ventas en descubierto (“a crédito”) sin restricciones ni costes especiales.
- Los agentes pueden prestar y endeudarse a una misma tasa “r”, el tipo de interés a corto plazo expresado en forma de tasa instantánea y supuesto conocido y constante en el horizonte de valoración de las opciones.
- Las opciones son europeas y el subyacente no paga dividendos en el horizonte de valoración.
- Por último, el precio del subyacente sigue un proceso continuo estocástico de evolución de Gauss-Wiener. Por lo tanto, una cuestión fundamental para poder aplicar el modelo Black-Scholes y algunas de sus extensiones es que el rendimiento instantáneo aproxime una distribución a una distribución normal.

La fórmula a aplicar para llevar a cabo el cálculo del valor de una opción es la siguiente:

$$C = S N(d_1) - E e^{-rt} N(d_2)$$

donde:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{E}\right) + \left(r + \frac{1}{2}\sigma^2\right)t}{\sigma\sqrt{t}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t}$$

S = Precio del activo subyacente en le momento de la valoración

E = Precio de ejercicio

r = Tasa de interés en tiempo continuo [r = Ln (1+i)]

t = Plazo de ejercicio en años

ϑ = Volatilidad del precio del subyacente en términos anuales

e = Base de logaritmos nepearianos

N (i) = valor de la función de distribución normal para i

Ejemplo

Precio del subyacente (S) = 90

Precio de ejercicio (E) = 85

Tiempo hasta el vencimiento (t) = 3 meses (0,25 años)

Tipo de interés sin riesgo = 12%, por lo que $r = \text{Ln}(1,12) = 0,1133$

$\vartheta = 30\%$

$$d_1 = \frac{\text{Ln}\left(\frac{S}{E}\right) + \left(r + \frac{1}{2} \vartheta^2\right) t}{\vartheta \sqrt{t}} = \frac{\text{Ln}\left(\frac{90}{85}\right) + \left(0,1133 + \frac{1}{2} \times 0,3^2\right) 0,25}{0,3 \sqrt{0,25}} = 0,6449$$

$$d_2 = d_1 - \vartheta \sqrt{t} = 0,6499 - 0,3 \sqrt{0,25} = 0,4949$$

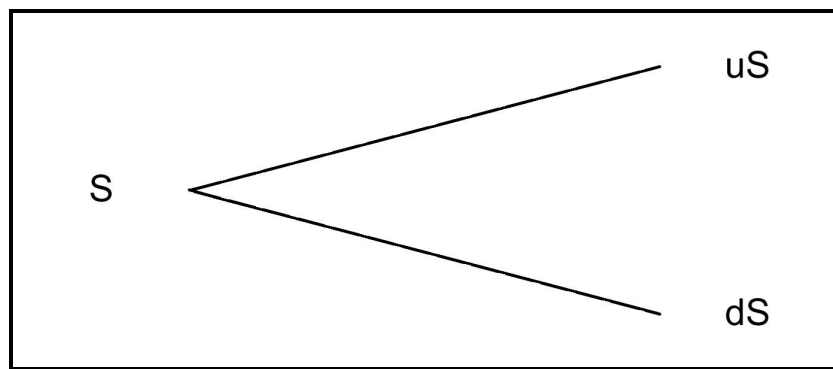
$$C = S N(d_1) - E e^{-rt} N(d_2) = 90 \times N(0,6449) - 85 \times e^{-0,1133 \times 0,25} \times N(0,4949) = 90 \times 0,7405 - 85 \times 0,9721 \times 0,6897 = 9,66$$

MODELO BINOMIAL

El modelo binomial se basa en las siguientes hipótesis:

- La eficiencia y profundidad en los mercados.
- La ausencia de costes de transacción.
- Es posible comprar y vender en descubierto, sin límite.
- Los activos son perfectamente divisibles.
- Se puede prestar y tomar prestado al mismo tipo de interés.
- Todas las transacciones se pueden realizar de forma simultánea.
- El precio del subyacente evoluciona según un proceso binomial multiplicativo.

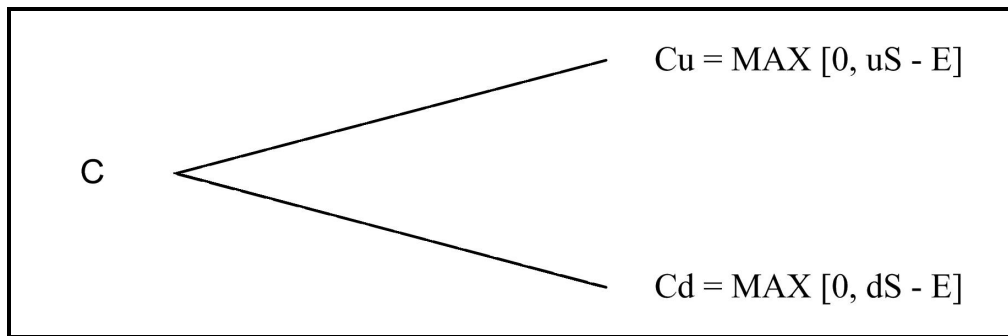
Evolución del subyacente:



u = movimiento multiplicativo al alza del precio del subyacente en un período (probabilidad asociada de q)

d = movimiento multiplicativo a la baja del precio del subyacente en un periodo (probabilidad asociada de $(1 - q)$).

Evolución de la opción:



Por tanto:

$$C = \frac{1}{\hat{r}} [pCu + (1-p)Cd]$$

donde:

$$p = \frac{\hat{r} - d}{u - d}$$

$\hat{r} = (1 + r_f)$, siendo r_f = rentabilidad del activo libre de riesgo para un período

Ejemplo

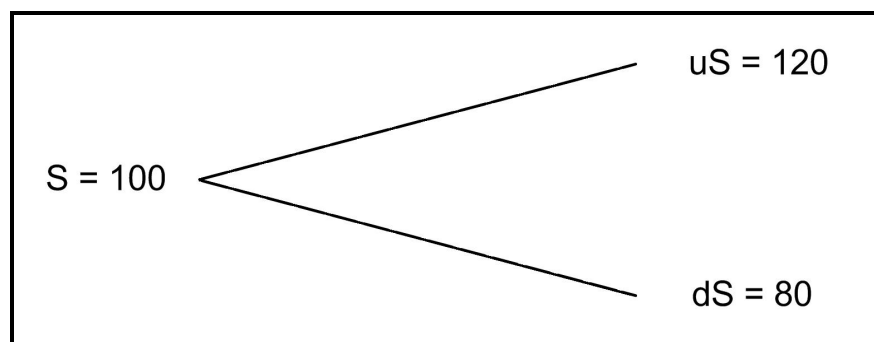
$S = 100$ u.m.

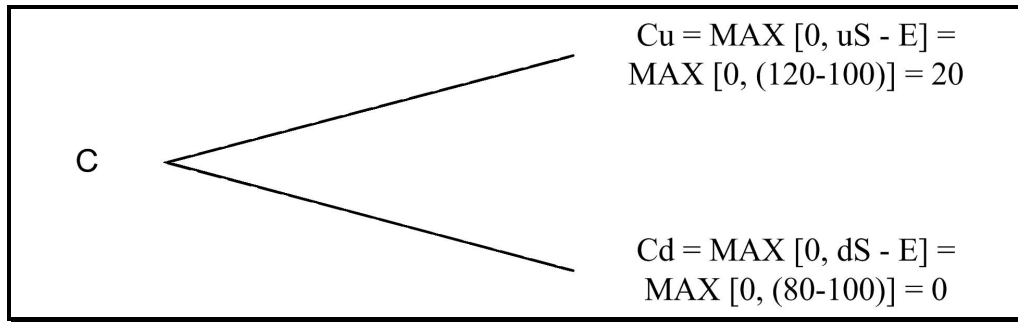
$E = 100$ u.m.

$u = 1,2$

$d = 0,8$

$\hat{r} = 1,1$

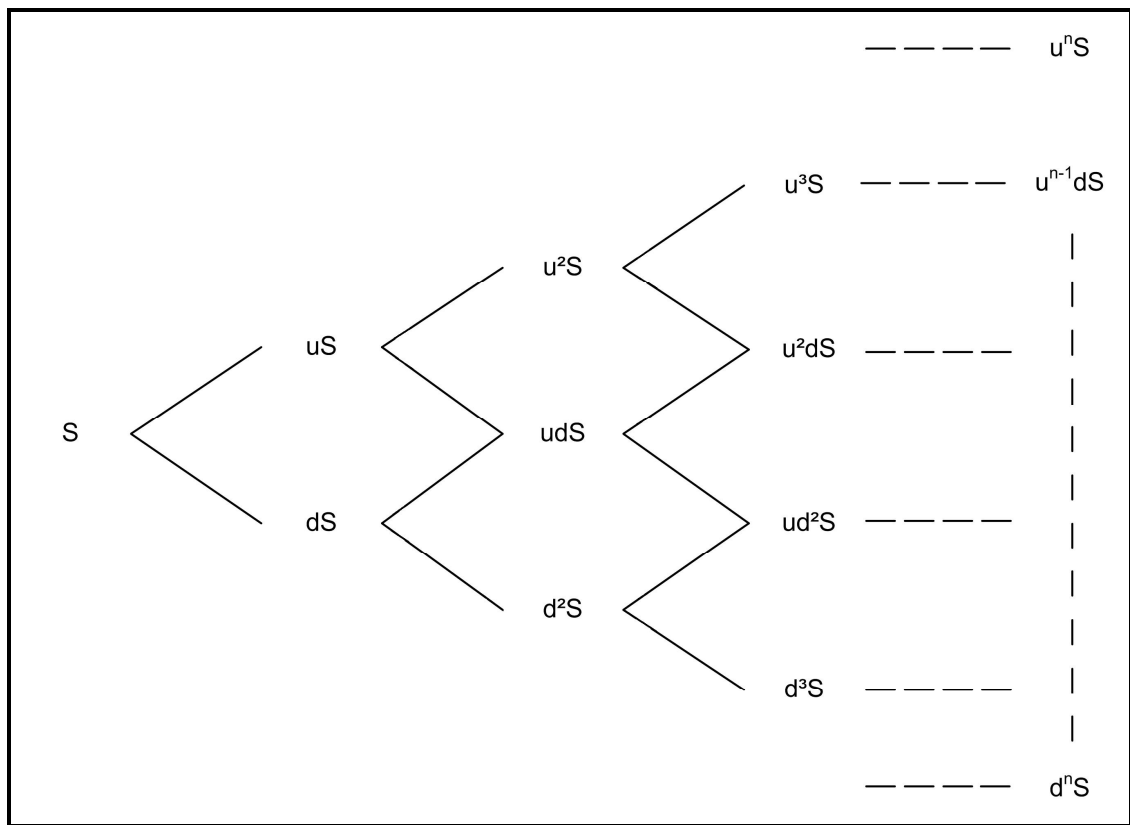




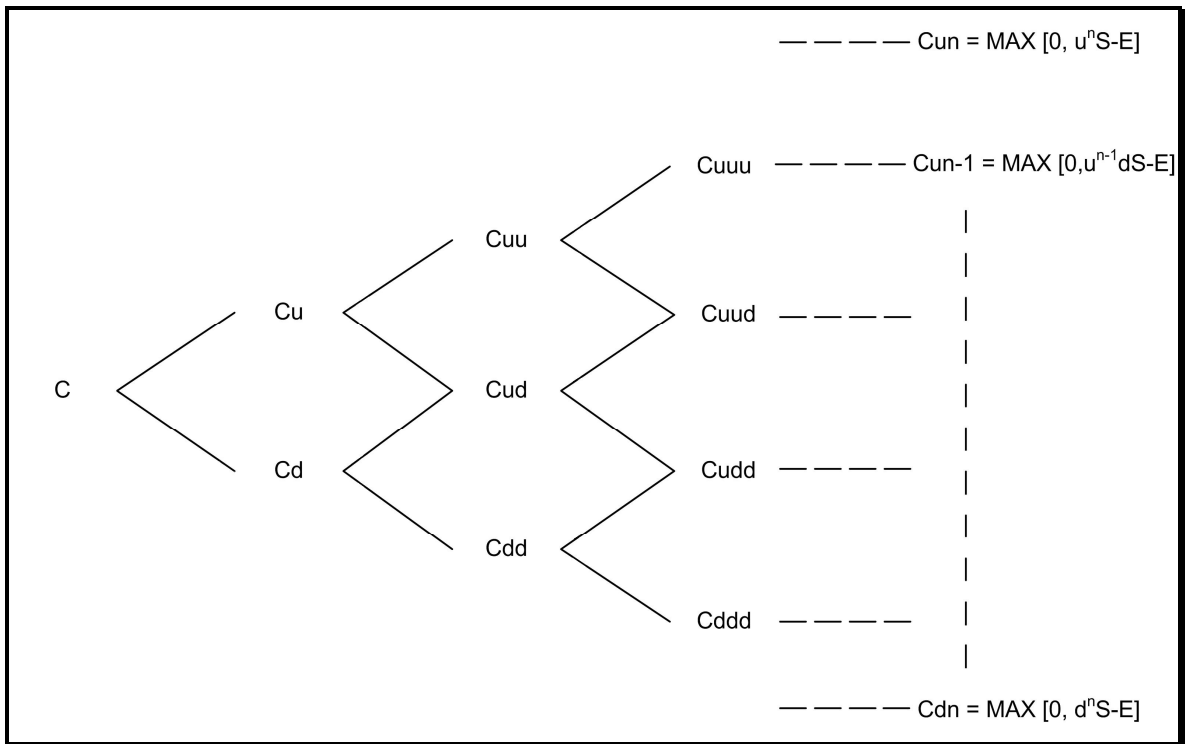
$$p = \frac{\hat{r} - d}{u - d} = \frac{1,1 - 0,8}{1,2 - 0,8} = 0,75$$

$$C = \frac{1}{\hat{r}} [p C_u + (1 - p) C_d] = \frac{1}{1,1} [0,75 \times 20 + (1 - 0,75) \times 0] = 13,64 \text{ u.m.}$$

Para “n” períodos, el precio del subyacente evolucionará de la siguiente forma:



Por su parte, el valor de la opción evolucionará de la siguiente forma:



La valoración de la opción se obtendrá aplicando la fórmula siguiente válida para “n” periodos:

$$C = \frac{1}{\hat{r}^n} \left\{ \sum_{j=0}^n \left(\frac{n!}{j!(n-j)!} \right) p^j (1-p)^{n-j} \text{MAX} [0, u^j d^{n-j} S - E] \right\}$$

ANEXO IV

**MUESTRA DE PLANES DE OPCIONES SOBRE
ACCIONES EN EL MERCADO COTIZADO ESPAÑOL
DURANTE EL PERÍODO 1999-2005**

EMPRESA		FECHA DEL ACUERDO	% MÁXIMO DE ACCIONES S/C. S.	PERÍODO DE CARENCIA	FECHA DE EJERCICIO	LIQUIDACIÓN	PRECIO EJERCICIO	BENEFICIARIOS INICIALES	COBERTURA
ACS, S.A.(*)	1	16/12/1999 (i)	2% del Capital Social	3 años	2003, 2004 y 2005 (1/3 máximo cada año)	A elección del beneficiario: una acción ordinaria por Opción o por diferencias en acciones	Precio de cierre del mercado en el momento de la concesión	27 personas (3 consejeros y 24 directivos)	Contrato con entidad financiera
	2	13/06/2000 (Ampliación del plan anterior)(i)	0,3% del Capital Social	2,5 años	2003, 2004 y 2005 (1/3 máximo cada año)	A elección del beneficiario: una acción ordinaria por Opción o por diferencias en acciones	Precio de cierre del mercado en el momento de la concesión	4 personas (2 consejeros y 2 directivos)	Contrato con entidad financiera
	3	1/06/2004	2% del Capital Social	3 años	2007, 2008 y 2009 (1/3 máximo cada año)	A elección del beneficiario: una acción ordinaria por Opción o por diferencias en acciones	Precio de cierre del mercado en el momento de la concesión	33 personas (4 consejeros y 29 directivos)	Contrato con entidad financiera
	4	19/05/2005 (Ampliación del plan anterior)	2% del Capital Social	3 años	2008, 2009 y 2010 (1/3 máximo cada año)	A elección del beneficiario: una acción ordinaria por Opción o por diferencias en acciones	Precio de cierre del mercado en el momento de la concesión	39 directivos	Contrato con entidad financiera
ALTADIS, S.A.	5	23/06/2000	1,22% del Capital Social	4 años	Julio 2004-Julio 2006 (ii)	Una acción ordinaria por Opción.	Precio medio de apertura de 20 sesiones anteriores a la concesión	363 personas (directivos, administradores y manager y empleados)	Contrato de "equity swap"
	6	4/06/2002	1,95% del Capital Social	4 años	Julio 2006-Julio 2008	Una acción ordinaria por Opción	Precio medio de apertura de 20 sesiones anteriores a la concesión	479 administradores ejecutivos, directores y empleados	Contrato de "equity swap"

EMPRESA		FECHA DEL ACUERDO	% MÁXIMO DE ACCIONES S/C. S.	PERÍODO DE CARENIA	FECHA DE EJERCICIO	LIQUIDACIÓN	PRECIO DE EJERCICIO	BENEFICIARIOS INICIALES	COBERTURA
AMADEUS, IT GROUP (iii)	7	19/10/1999	0,28% del Capital Social	--	10 años (25% el año 1; 50% el año 2; 75% el año 3 y 100% el año 4 y siguientes)	Una acción ordinaria por cada opción	Precio de mercado en el momento de la concesión	Altos directivos (ningún consejero)	Acciones propias
	8	19/10/2000	0,12% del Capital Social	--		Una acción ordinaria por cada opción	Precio de mercado en el momento de la concesión	Altos directivos (ningún consejero)	Acciones propias
	9	26/03/2001	0,28% del Capital Social	--		Una acción ordinaria por cada opción	Precio de mercado en el momento de la concesión	Altos directivos (ningún consejero)	Acciones propias
	10	10/04/2002	0,35% del Capital Social	--		Una acción ordinaria por cada opción	Precio de mercado en el momento de la concesión	Altos directivos (ningún consejero)	Acciones propias
	11	2003	0,42% del Capital Social	--		Una acción ordinaria por cada opción	Precio de mercado en el momento de la concesión	Altos directivos (ningún consejero)	Acciones propias
	12	2004	0,47% del Capital Social	--		Una acción ordinaria por cada opción	Precio de mercado en el momento de la concesión	Altos directivos (ningún consejero)	Acciones propias
ARCELOR, S.A. (*)	13	30/06/2003	0,25% del Capital Social	3 años	1/07/2006-30/06/2010	Una acción ordinaria por opción.	El mayor de: - Precio medio de cotización al cierre durante 30 días naturales anteriores a la concesión. - 95% del precio medio de cotización de salida durante 20 días anteriores a que el órgano encargado fije los beneficios y número de opciones	73 beneficiarios (1 consejero)	Acciones propias
	14	30/6/2004	0,23% del Capital Social	3 años	1/07/2007-30/06/2011	Una acción ordinaria por opción.		91 beneficiarios (1 consejero)	Acciones propias
	15	30/6/2005	0,17% del Capital Social	3 años	1/07/2008-30/06/2012	Una acción ordinaria por opción.		No se especifica el número de beneficiarios (1 consejero)	Acciones propias

EMPRESA		FECHA DEL ACUERDO	% MÁXIMO DE ACCIONES S/CAPITAL SOCIAL	PERÍODO DE CARENCIA	FECHA DE EJERCICIO	LIQUIDACIÓN	PRECIO DE EJERCICIO	BENEFICIARIOS INICIALES	COBERTURA
BBVA	16	17/04/2000	0,34% Capital Social	2 años	31/3/2003-31/3/2004	Una acción ordinaria por opción	12 €	Empleados con más de 1 año de antigüedad (excluida alta dirección)	Ampliación de capital
BSCH	17	29/12/1999	0,15 % del Capital Social	2 años	3 años (31/12/2001 al 31/12/2004)	Una acción ordinaria por opción	Valor contable en la fecha de concesión	1.070 directivos	Acciones propias
	18	14/3/2000 (Plan Adicional Directivos 1999)	0,004% del Capital Social	2 años	1/4/02-31/12/04	Una acción ordinaria por opción	2,41 €	49 directivos	Acciones propias
	19	2000 (Plan Banca de Inversión)	0,15% del Capital Social	3 años	16/6/03-15/6/05	Una acción ordinaria por opción	10,25 €	54 directivos	--
	20	4/3/2000 (Plan Jóvenes Directivos)	0,03% del Capital Social	3 años	1/7/03-30/6/05	Una acción ordinaria por opción	Valor contable en la fecha de concesión	600 jóvenes directivos	Ampliación de capital
	21	27/12/2000 (Plan Directivos 2000)	0,33% del Capital Social	3 años	2 años (30/12/2003 al 31/12/2005)	Una acción ordinaria por opción	Descuento del 7,5% en precio de cotización en la fecha de concesión	1.100 directivos	Ampliación de capital
	22	2000 (Plan Latinoamérica)	0,09% del Capital Social	1 años	1/2/02-1/2/03	Una acción ordinaria por opción	10,14 €	Directivos	--
	23	2002 (Plan Sucursales Europa) Concesiones en 2002 y 2003	0,09% del Capital Social	2 años	1/7/2004-30/6/2009	Una acción ordinaria por opción	9,41€ y 6,55€	27 directivos	--
	24	18/6/2005 (Plan I-06)	1,65% del Capital Social	2 años	15/1/2008-12/1/2009	Una acción ordinaria por cada opción	Cotización media de los 15 primeros días de enero 2005	2.750 administradores, directivos y empleados	--

EMPRESA		FECHA DEL ACUERDO	% MÁXIMO DE ACCIONES S/CAPITAL SOCIAL	PERÍODO DE CARENCIA	FECHA DE EJERCICIO	LIQUIDACIÓN	PRECIO DE EJERCICIO	BENEFICIARIOS INICIALES	COBERTURA
BODEGAS Y BEBIDAS	25	17/05/1999	3% del Capital Social	2 años y 8 meses	Febrero 2002 o Febrero 2003	Una acción ordinaria por opción	Valor de cotización en el momento de la concesión	7 directivos	Acciones propias o ampliación de capital
	26	28/04/2001	4% del Capital Social	3 años	6 meses (desde la aprobación de las cuentas del 2003 en JGA)	Una acción ordinaria por opción	Precio medio ponderado de la cotización durante el mes de mayo 2001	8 directivos	Acciones propias o ampliación de capital
CIE AUTOMOTIVE, S.A. (v)	27	24/06/2002	1,84% del Capital Social	3 años	Julio, Agosto y Septiembre de 2005, 2006 y 2007	A elección del beneficiario: una acción ordinaria por opción por diferencias en metálico	10 €	7 directivos (ningún consejero)	Acciones propias
CINTRA, S.A. (*)	28	20/09/2005	0,204% del Capital Social	3 años	3 años (octubre/2008-octubre/2011)	Una acción ordinaria por opción	Media aritmética de los cambios medios ponderados de las 20 sesiones anteriores a la concesión	39 Directivos (ningún administrador)	Contrato de "equity swap" con entidad financiera (sin transmisión de acciones)
COMPAÑÍA DE DISTRIBUCIÓN INTEGRAL LOGISTA, S.A.	29	29/09/2000	1,03% del Capital Social	3 años	3 años (27/09/2003 al 27/09/2006)	Una acción ordinaria por opción	El menor de: - Cotización media entre 28/2-28/4 - Cotización media entre 28/3-28/4 - Precio de tramo institucional de OPV	64 Directivos y empleados (incluido un administrador)	- Acciones propias - Contrato de "equity swap" con entidad financiera
	30	24/04/2002	1,536% del Capital Social	3 años	3 años (24/04/2005 al 24/04/2008)	Una acción ordinaria por opción	El mayor de: - Cotización media de los 20 días anteriores o - 95% de la cotización de apertura el día de la concesión	Administradores, directivos y empleados (incluido un administrador)	- Acciones propias - Contrato de "equity swap" con entidad financiera

EMPRESA		FECHA DEL ACUERDO	% MÁXIMO DE ACCIONES S/CAPITAL SOCIAL	PERÍODO DE CARENCIA	FECHA DE EJERCICIO	LIQUIDACIÓN	PRECIO DE EJERCICIO	BENEFICIARIOS INICIALES	COBERTURA
CORPORACIÓN FINANCIERA ALBA, S.A.	31	31/05/2000	0,69% Capital Social	3 años	6 meses siguientes a 1/06/2003	Una acción ordinaria por opción	Media aritmética simple de precios de cierre durante las 30 sesiones anteriores a la concesión	20 consejeros y directivos	Acciones propias
	32	22/05/2002	0,72% Capital social	3 años	6 meses siguientes al 23/05/2005	Una acción ordinaria por opción	Precio medio de adquisición de la autocartera en la fecha concesión	Podrán acogerse los beneficiarios que se acogieron al plan anterior	Acciones propias
CORTEFIEL, S.A.	33	Plan de 1999 Total acciones = 294.378 (0,75% Capital Social) Varias asignaciones (vi):	1) 17/2/2000:	5 años	17/2/2005	Cada opción da derecho a n° determinado de acciones (según beneficiario)	3 € (Precio cotización en la entrega = 26 €)	16 directivos (ningún consejero)	Ampliación de capital a la que acude entidad financiera y contrato de "equity swap"
			2) 5/09/2000:	5 años	5/09/2005	"	3 € (Precio cotización en la entrega = 22,7 €)	25 directivos (ningún consejero)	"
			3) 18/7/2001:	5 años	18/07/2006	"	3 € (Precio cotización la entrega = 16,6 €)	27 directivos (ningún consejero)	"
			4) 17/7/2002:	5 años	17/07/2007	"	1,5 € (Precio cotización en momento de la entrega = 6,16 €)	28 directivos (ningún consejero)	"
			5) 22/7/2003:	5 y 8 años	Julio/2008 y Julio/2011	"	1,5 € (Precio cotización en momento de la entrega = 6 €)	31 directivos (ningún consejero)	"
			6) 12/12/2004:	7 años	Diciembre/ 2011	"	1,5 € (Precio cotización en la entrega = 8,5 €)	32 directivos (ningún consejero)	"

EMPRESA		FECHA DEL ACUERDO	% MÁXIMO DE ACCIONES S/CAPITAL SOCIAL	PERÍODO DE CARENCIA	FECHA DE EJERCICIO	LIQUIDACIÓN	PRECIO DE EJERCICIO	BENEFICIARIOS INICIALES	COBERTURA
GAMESA, S.A. (*)	34	5/05/2005	0,91% del Capital Social	2,5 años	1/1/2008-28/05/2011	Una acción ordinaria por opción	Precio medio de cierre de las 60 sesiones anteriores a la concesión	54 directivos (ningún consejero)	Contrato de "swap" y "forward" con entidad financiera
GESTEVISIÓN TELECINCO, S.A. (*)	35	28/07/2004	0,38% del Capital Social	1 año	2 años (25/06/2005 al 25/06/2007)	Una acción ordinaria por opción	Precio de acción en la OPV	Consejeros ejecutivos y directivos	Acciones propias
	36	27/07/2005	0,6% del Capital Social	3 años	27/07/2008-26/07/2010	Una acción ordinaria por Opción	Precio medio de los 30 días anteriores a la concesión	Consejeros ejecutivos y directivos	Acciones propias
GRUPO FERROVIAL, S.A. (*)	37	27/06/2003	1,28% Capital social	3 años	Julio 2006-Julio 2009	Una acción ordinaria por Opción	Media aritmética de los cambios medios ponderados de 20 sesiones anteriores a la concesión	137 directivos (ningún consejero)	Acciones propias entregadas a entidad financiera en base a contrato de "equity swap"
	38	26/03/2004	1,21% Capital Social	3 años	3 años	Una acción ordinaria por opción	Media aritmética de los cambios medios ponderados de 20 sesiones anteriores a la concesión	14 consejeros ejecutivos y directivos	Acciones propias entregadas a entidad financiera en base a contrato de "equity swap"
	39	30/9/2005	1,21% Capital social	3 años	3 años	Una acción ordinaria por Opción	Media aritmética de los cambios medios ponderados de 20 sesiones anteriores a la concesión	Personal directivo (ningún consejero)	Contrato de "equity swap" (sin transmisión de acción propias)

EMPRESA		FECHA DEL ACUERDO	% MÁXIMO DE ACCIONES S/CAPITAL SOCIAL	PERÍODO DE CARENCIA	FECHA DE EJERCICIO	LIQUIDACIÓN	PRECIO DE EJERCICIO	BENEFICIARIOS INICIALES	COBERTURA
IBERIA, LÍNEAS AÉREAS DE ESPAÑA, S.A. (*)	40	31/03/2001	4,56% del Capital Social	2,5 años	25% en cada una de las siguientes fechas: 3/10/03, 3/2/04, 3/6/04 y 3/10/04	Una obligación para su inmediata conversión en acción por opción	Precio de la OPV de abril de 2003	Empleados y directivos (2 consejeros)	Emisión obligaciones convertibles en acciones a la que acude entidad financiera
	41	13/05/2002	2% del Capital Social	2 años	Determinadas fechas de 2005, 2006, 2007 y 2008	Una obligación para su inmediata conversión en acción por opción	Media aritmética de precios de cierre de las 60 sesiones anteriores a la concesión	Administradores ejecutivos del Consejo, 99 directivos y 436 empleados	Emisión de obligaciones convertibles a la que acude entidad financiera
INDRA, S.A. (continúa)	42	25/10/1999	2,56% del Capital Social	2 años	1/3: 23/12/01-23/3/03; 1/3: 23/3/02-23/3/03 1/3: 23/9/02-23/3/03	Una acción ordinaria por opción	Precio de la OPV de 23/3/1999	104 empleados y directivos (incluye consejeros)	Acciones en autocartera y ampliación de capital (tramo garantizado para empleados de la OPV)
	43	9/5/2000	2,58% del Capital Social	2,5 años	- Tras 2,5 años, 1/3 durante 18 meses - Tras 3 años, 1/3 durante 12 meses - Tras 3,5 años, 1/3 durante 6 meses	Una acción ordinaria por Opción	Media aritmética de precios medios de 30 sesiones siguientes a la aprobación menos 5%	4.431 empleados y directivos (incluye consejeros) que no fueron beneficiarios del plan anterior	Ampliación de capital mediante la emisión de acciones rescatables
	44	Julio/2001	0,24 % del Capital Social	1 año	6 meses siguientes a la aprobación de las cuentas del periodo 2001	Una acción ordinaria por opción	Media aritmética de precios medios de 30 sesiones siguientes a la concesión	Los 15 miembros del Consejo de Administración	Acciones propias

EMPRESA		FECHA DEL ACUERDO	% MÁXIMO DE ACCIONES S/CAPITAL SOCIAL	PERÍODO DE CARENCIA	FECHA DE EJERCICIO	LIQUIDACIÓN	PRECIO DE EJERCICIO	BENEFICIARIOS INICIALES	COBERTURA
INDRA, S.A.	45	10/06/2002	1ª concesión (1/7/2002): 1% del Capital Social 2ª concesión (31/12/2002): 0,87% del Capital Social	Las opciones a consejeros: hasta 30/6/05. El resto: 50% hasta 31/3/05 y el otro 50% hasta 31/3/06	1 año a partir del período de exclusión o carencia	A elección del beneficiario: una acción ordinaria por cada opción o por diferencias en metálico	Media aritmética de los precios medios durante las 90 sesiones siguientes a la concesión Media aritmética de los precios medios durante las 90 sesiones siguientes a la concesión	105 consejeros y directivos (incluyendo administradores y alta dirección)	Acciones rescatables suscritas por una entidad financiera
	46	2003	0,027% Capital Social	2 años	2 años (la mitad cada año)	Una acción ordinaria por opción	8,40 €	Directivos (ningún consejero)	Acciones propias
	47	12/05/2005	1,56% Capital Social	2 años y 8 meses aprox.	1/04/2008-30/06/2009	Una acción ordinaria por opción	Media aritmética de los precios medios durante las 90 sesiones siguientes a la concesión	93 directivos y otros empleados (incluye consejeros)	Contrato de "equity swap" con entidad financiera
INDITEX, S.A.	48	20/7/2000 (Tres asignaciones en 2001, 2002 y 2003 sujetas a alcanzar revalorización de acciones)	0,48% del Capital Social	3 años	Enero de los años 2004, 2005 y 2006 respectivamente para las diferentes asignaciones	A elección del beneficiario: una acción ordinaria por opción o liquidación por diferencias en metálico	Valor de emisión en la ampliación de capital	Consejeros, directivos y empleados clave	Ampliación de capital a la que acude una entidad financiera y contrato de "equity swap" con dicha entidad

EMPRESA		FECHA DEL ACUERDO	% MÁXIMO DE ACCIONES S/CAPITAL SOCIAL	PERÍODO DE CARENCIA	FECHA DE EJERCICIO	LIQUIDACIÓN	PRECIO DE EJERCICIO	BENEFICIARIOS INICIALES	COBERTURA
JAZZTEL, P.L.C. (*)	49	1999 (Plan 10%) (Concesiones: 20/7/99, 9/1/00, 31/12/00 y 31/12/01)	10% del Capital Social	1 año para la cuarta concesión	1/3 al inicio de cada uno de los 3 años del periodo de ejercicio y antes del 31/12/2005	A elección del beneficiario: una acción ordinaria por cada opción o por diferencias	2,50€, 3,008€, 3,28€ y 3,46€, respectivamente para las diferentes entregas (vii)	Empleados y consejeros independientes	Ampliación de capital
	50	1999 (Plan 5%)	5% del Capital Social	3 años	Febrero de 2003, 2004 y 2005	A elección del beneficiario: una acción ordinaria por cada opción o por diferencias	3,46 € (vii)	Directivos (incluye consejeros)	Ampliación de capital
	51	31/7/2000	1,56% del Capital Social	1 año	9 años	Una acción ordinaria por cada opción	4,35 €, 5,18€ y 5,28€ (vii)	Empleados y Consejeros	Ampliación de capital
	52	2002 (viii)	0,57% del Capital Social	--	Tercios anuales a partir de la fecha de concesión	Una acción ordinaria por cada opción	1,91 €	Consejeros y directivos	Ampliación de capital
	53	20/3/2003 (Concesiones: 3/4/03; 4/7/03; 3/12/03 y 26/4/04)	10% del Capital Social	1 año	25% cada año siguiente al periodo de carencia	Una acción ordinaria por opción	0,256 € (2005, 2006 y 2007) 0,78 € (2008)	Todos los empleados y directivos (incluye consejeros)	Ampliación de capital
NATRA, S.A. (*)	54	29/06/2005	4,08% del Capital Social	3 años	Meses de octubre de 2008, 2010 y 2012	Una acción ordinaria por opción	8,10 € (2008) 8,30 € (2010) 8,75 € (2012)	Administradores y directivos	--
NATRACEUTICAL, S.A. (*)	55	29/06/2005	2% del Capital Social	3 años	Meses de Noviembre de 2008, 2010 y 2012	Una acción ordinaria por opción	1,05 € (2008) 1,10 € (2010) 1,17 € (2012)	Administradores y directivos	Ampliación de capital a la que acude una entidad financiera y contrato de "equity swap" con dicha entidad

EMPRESA		FECHA DEL ACUERDO	% MÁXIMO DE ACCIONES S/CAPITAL SOCIAL	PERÍODO DE CARENCIA	FECHA DE EJERCICIO	LIQUIDACIÓN	PRECIO DE EJERCICIO	BENEFICIARIOS INICIALES	COBERTURA
PRISA, S.A. (*)	56	18/5/2000	1% del Capital Social	3 años	1/7/03-31/1/05	Una acción ordinaria por cada opción	Precio minorista de OPV	Consejeros ejecutivos y directivos	Acciones propias o ampliación de capital
	57	15/07/2004	1% del Capital Social	3 años	6 meses (31/07/2007 al 31/01/2008)	Una acción ordinaria por opción	Media aritmética de los precios de cierre 90 sesiones anteriores a la concesión	Consejeros y directivos	Acciones propias o ampliación de capital
RECOLETOS, GRUPO DE COMUNICACIÓN, S.A.	58	Plan 2000 (Septiembre 2000). Diversas asignaciones:	1) 23/4/2001: 0,2% del Capital Social	3 años	24/4/2004, 22/12/2004 ó 22/12/2005 (ix)	Una acción ordinaria por opción	Precio del tramo de empleados de la OPS	42 beneficiarios (3 administradores y 2 altos directivos)	Depósito bancario pignorado (opción de compra y venta respectiva)
			2) 21/12/2001: 0,7% del Capital Social	3 años	22/12/2004 ó 22/12/2005 (ix)	Una acción ordinaria por opción	Media aritmética de medias de cotización de las 60 sesiones anteriores a la concesión	43 beneficiarios (3 administradores y 2 altos directivos)	“
			3) 21/12/2002: 0,1% del Capital Social	3 años	22/12/2005 (ix)	Una acción ordinaria por opción	Media aritmética de medias de cotización de las 60 sesiones anteriores a la concesión	15 beneficiarios (ningún consejero)	“
SACYR VALLEHERMOSO, S.A.	59	14/04/2000	1% del Capital Social	2 años	5 años	A elección del beneficiario: - Una acción ordinaria por opción. - Por diferencias	Media de cotización de la acción desde 1 de enero hasta la fecha de celebración de la Junta General de Accionistas	3 administradores y 5 directivos y 44 empleados	Acciones en autocartera

EMPRESA		FECHA DEL ACUERDO	% MÁXIMO DE ACCIONES S/CAPITAL SOCIAL	PERÍODO DE CARENCIA	FECHA DE EJERCICIO	LIQUIDACIÓN	PRECIO DE EJERCICIO	BENEFICIARIOS INICIALES	COBERTURA
SERVICE POINT SOLUTIONS, S.A. (Antiguo Grupo Picking Pack, S.A.)	60	1999	1ª concesión (Julio 1999): 1,047% del Capital Social	3 años	16/7/2002-15/7/2004	Una acción ordinaria por opción	Precio medio de cotización durante el periodo 21/11/98-30/4/99 menos 5%	80 empleados y directivos	Ampliación de capital con entrega de acciones a BSCH en base a contrato de "equity swap" firmado con dicha entidad
			2ª concesión (Julio 2000): 3% del Capital Social	1 año	27/7/2001-27/7/2005	Una acción ordinaria por opción	4,65 €	180 empleados y directivos	Ampliación de capital con entrega de acciones a BSCH en base a contrato de "equity swap" firmado con dicha entidad
	61	Junio 1999	1.795.566 0,14% del Capital Social	1 año	Julio/2000-Abril/2003	Una acción ordinaria por opción	0,52 € y 2,56 €	15 empleados de su filial OLA INTERNET S,A.	Acciones propias
	62	27/6/2003	3,95% del Capital Social	2 años	20/2/2006-31/12/2009	Una acción ordinaria por opción	Media de la evolución de la acción durante un periodo de 3 meses anteriores a la celebración de la Junta	40 empleados, directivos y administradores	Ampliación de capital
	63	6/5/2005	4,3% del Capital Social	2 años	7/5/2007-7/5/2011	Una acción ordinaria por acción	Media de la evolución de la acción durante un periodo de 3 meses siguientes a la concesión	Empleados, directivos y administradores	Ampliación de capital
SOCIEDAD AGUAS DE BARCELONA, S.A.	64	Mayo 2001	1,62% del Capital Social	2 años	26/5/2003-26/5/2006	A elección del beneficiario: una acción ordinaria por opción o por diferencias en metálico	Media de cotización de las 20 sesiones anteriores a la ampliación	26.000 empleados (ningún consejero)	Ampliación de acciones rescatables suscritas con entidad financiera

EMPRESA		FECHA DEL ACUERDO	% MÁXIMO DE ACCIONES S/CAPITAL SOCIAL	PERÍODO DE CARENCIA	FECHA DE EJERCICIO	LIQUIDACIÓN	PRECIO DE EJERCICIO	BENEFICIARIOS INICIALES	COBERTURA
SOGECABLE, S.A.	65	16/05/2000	1ª concesión (16/5/2000): 0,33% del Capital Social	3 años	16/5/2003-16/11/2003	Una acción ordinaria por opción	Media aritmética simple de precios cierre los 30 días anteriores a la concesión	Administradores y directivos	Acciones propias y ampliación de capital
			2ª concesión (17/4/2001): 0,33% del Capital Social	3 años	17/4/2004-17/10/2004	Una acción ordinaria por opción	“	Administradores y directivos	Acciones propias y ampliación de capital
			3ª concesión (16/4/2002): 0,33% del Capital Social	3 años	16/4/2005-13/10/2005	Una acción ordinaria por opción	“	Administradores y directivos	Acciones rescatables
	66	13/05/2003	1ª concesión (13/5/2003): 0,33% del Capital Social	3 años	13/5/2006-9/11/2006	Una acción ordinaria por opción	Media aritmética simple de precios de cierre de 180 días anteriores a la concesión	Administradores y directivos	Acciones rescatables
			2ª concesión (13/5/2004): 0,33% del Capital Social	3 años	13/5/2007-13/9/2007	Una acción ordinaria por opción	“	Administradores y directivos	Acciones rescatables
			3ª concesión (13/5/2005): 0,33% del Capital Social	3 años	13/5/2008-24/10/2008	Una acción ordinaria por opción	“	Administradores y directivos	Acciones rescatables
TAVEX ALGODONERA, S.A.	67	4/02/2000	4% del Capital Social	2,5 años	1/1/2003-1/1/2006	A elección de la sociedad: una acción ordinaria por opción o por diferencias en metálico	Valor de cotización medio del trimestre anterior a la toma del acuerdo por el Consejo	35 Directivos y empleados (incluye consejeros)	Acciones propias entregadas a entidad financiera en base a contrato de “equity swap”

EMPRESA		FECHA DEL ACUERDO	% MÁXIMO DE ACCIONES S/CAPITAL SOCIAL	PERÍODO DE CARENCIA	FECHA DE EJERCICIO	LIQUIDACIÓN	PRECIO DE EJERCICIO	BENEFICIARIOS	COBERTURA
TELEFÓNICA, S.A.	68	26/05/1999 (Plan TOP)	0,17% del Capital Social	2 años	A razón de 1/3 a los 2, 3 y 4 años	A elección de la sociedad: una acción ordinaria por 10 opciones A y 10 opciones B o por diferencias en metálico	Opciones A: valor de cotización el día de la concesión Opciones B: valor de cotización más 50%	450 directivos (incluye consejeros)	Ampliación de capital con entrega de acciones a entidad financiera
	69	23/2/2000 (Plan TIES)	1% del Capital Social	2 años	A razón de 1/3 a los 2, 3 y 4 años	Una acción ordinaria por cada opción (x)	5 €	Todos los trabajadores fijos	Ampliación de capital con entrega de acciones a 2 entidades financieras
	70	5/09/2001	Diversas concesiones en 2001, 2002, 2003 y 2004	3 años	50% al tercer aniversario y 50% al cuarto aniversario	Una acción ordinaria por opción o por diferencias en acciones o en metálico	Media aritmética de los precios de cierre de los 5 días anteriores a la sesión que convoque la Junta General	Empleados de la sociedad adquirida "Endemol" y sus filiales	Acciones propias
TELEFÓNICA MÓVILES, S.A.	71	1/06/2001	0,5 % del Capital Social	2 años	A razón de 1/3 durante los 3 meses siguientes al 3 de enero de 2004, 2005 y 2006	A elección del beneficiario: una acción ordinaria por cada opción o liquidación por diferencias en metálico	Según tipo de opción: Clase A, 11 €; Clase B, 16,5 €; Clase C, media aritmética de precios de cierre de 10 días hábiles anteriores a la concesión	Administradores, directores generales y asimilados y empleados	Ampliación de capital suscrito por dos entidades financieras a partes iguales
TELEFÓNICA PUBLICIDAD E INFORMACIÓN, S.A.	72	22/06/1999	2% Capital Social	2 años	A razón de 1/3 a partir del segundo año	Una acción ordinaria por cada opción	Precio minorista de la OPV 14,75€	27 directivos (incluye 1 consejero)	Ampliación de capital con entrega de acciones a entidad financiera en base a contrato de "equity swap" firmado con dicha entidad

EMPRESA		FECHA DEL ACUERDO	% MÁXIMO DE ACCIONES S/CAPITAL SOCIAL	PERÍODO DE CARENCIA	FECHA DE EJERCICIO	LIQUIDACIÓN	PRECIO DE EJERCICIO	BENEFICIARIOS	COBERTURA
TELEPIZZA, S.A.	73	26/04/2000	2% Capital Social	2 meses	1/4 cada período 1/6/00-31/12/03; 1/6/01-31/12/03; 1/6/02-31/12/03; 1/6/03-31/12/03	Una acción ordinaria por opción	5,32 €	Empleados y directivos	Acciones propias
TERRA NETWORKS, S.A.	74	1/10/1999	1ª fase (1/12/1999): 2,5% del Capital Social	2 años	Un tercio cada año a partir del segundo año	Una acción ordinaria por opción	Precio minorista de la OPS = 11,81 €	1.082 empleados (10 directivos) (no incluye consejeros)	Ampliación de capital con entrega de acciones a dos entidades financieras en base a contrato de "equity swap" firmado con ambas entidades
			2ª fase (2001): 2,5% del Capital Social	1 año	Ejercicio parcial por cuartas partes a partir del primer año	Una acción ordinaria por opción	19,78 €	Administradores, directivos y empleados	
TESTA INMUBLES EN RENTA, S.A.	75	27/03/2000 (xi)	0,74% del Capital Social	2 años	28/03/2002- 27/03/2010	Número determinado de acciones por opción	Coste medio de la autocartera en la fecha de concesión	Administradores, empleados y directivos	Acciones propias
TRANSPORTES AZKAR, S.A.	76	19/01/2001	Plan A: 1% del Capital Social	3 años	2 años	Una acción ordinaria por opción (caso de no disponer de las acciones, se liquidarán por diferencias)	Precio de cotización en la fecha de concesión	80 administradores, directivos y empleados	Acciones propias o ampliación de capital o una combinación de ambos métodos
			Plan B: 1,68% del Capital Social	4 años	2 años	"	Precio de cotización en la fecha de concesión	18 administradores y directivos	Acciones propias o ampliación de capital o una combinación de ambos métodos
URALITA, S.A.	77	20/06/2000	2,9% del Capital Social	2 años	5 años	A elección del beneficiario: una acción ordinaria por opción o por diferencias en metálico	Media de los cambios medios de la cotización en el período anterior	Administradores y directivos	Acciones propias

EMPRESA		FECHA DEL ACUERDO	% MÁXIMO DE ACCIONES S/CAPITAL SOCIAL	PERÍODO DE CARENCIA	FECHA DE EJERCICIO	LIQUIDACIÓN	PRECIO DE EJERCICIO	BENEFICIARIOS	COBERTURA
ZELTIA, S.A. (*)	78	2004	0,0064% del Capital Social	3 años	2 meses	Una acción ordinaria por cada opción	0,01 € por cada opción que se ejercite	Directivos y empleados (ningún consejero)	Acciones propias
	79	17/03/2005	0,01% del Capital Social	3 años	2 meses	Una acción ordinaria por opción	0,01 € por cada opción que se ejercite	Directivos y empleados (ningún consejero)	Acciones propias

(*) Empresas que aplican la NIIF 2.

NOTAS:

- (i) Posteriormente se produjo una reasignación de opciones de los empleados que causaron bajas entre el resto de beneficiarios [ACS, Hecho relevante, 21/3/2002].
- (ii) Inicialmente fijado a partir de Julio de 2005 pero posteriormente modificado [ALTADIS, Hecho Relevante, 24/7/2001].
- (iii) En Hecho Relevante comunicado por Amadeus Global Travel Distribution, S.A. a la CNMV con fecha 4 de octubre de 2005 se recoge la aprobación por parte de la Junta General de Accionistas de la cancelación y liquidación de los Planes de Opciones para empleados 1999-2004 mediante el pago de una indemnización a todos y cada uno de los beneficiarios del Plan que mantengan relación laboral con Amadeus y su grupo.
- (iv) Fue suspendida de la cotización con fecha 7/9/2001 y finalmente se excluyó su cotización el 12/3/2002 a petición de la propia sociedad.
- (v) Durante 2004 los beneficiarios del plan suscribieron un documento de resolución de los contratos de concesión de opciones sobre acciones, considerándose cancelados los derechos reconocidos a su favor en dichos contratos [CIE AUTOMOTIVE, S.A., Cuentas Anuales 2004, p. 18].
- (vi) El acuerdo de la Junta General de Accionistas el 29 de septiembre de 2005 de aprobar la exclusión de negociación de la totalidad de las acciones de la sociedad de las bolsas de valores implicó la cancelación y liquidación de los planes de opciones sobre acciones.
- (vii) Precios de ejercicios modificados por el Consejo de Administración el 20 de marzo de 2003.
- (viii) El Plan 2002 fue eliminado tras aprobación del Consejo de Administración celebrado el 20 de marzo de 2003.
- (ix) Posteriormente se estableció una fecha extraordinaria de ejercicio de las opciones (2 de marzo de 2005) como consecuencia de la OPA lanzada por Retos Cartera, S.A. el 14/12/2004 [Hecho Relevante, 2 de marzo de 2005].
- (x) Tras compra inicial de acciones por beneficiarios, por cada 2 puntos de revalorización que obtenga la acción con respecto al precio de referencia, cada uno recibirá 1 opción por cada 4 acciones inicialmente adquiridas
- (xi) Este plan de opciones supuso una ampliación del plan establecido en 1998. Además, según Hecho Relevante comunicado a la CNMV el día 28 de febrero de 2001 y ante la Oferta Pública de Adquisición presentada por Vallehermoso, se informaba que los derechos de opción sobre acciones de Prima Inmobiliaria, S.A. (Plan 1998 y 2000) serían liquidados.
- (xii) En Junta General de 27/5/2003 en el apartado sexto se aprobó la anulación del Plan de Opciones sobre acciones.



GOBIERNO
DE ESPAÑA

MINISTERIO
DE ECONOMÍA
Y COMPETITIVIDAD