

EN TORNO A LAS OPCIONES DE COMPRA DE ACCIONES

Guillermo de la Dehesa
Copresidente del CEPR
(Centre for Economic Policy Research)

La reciente polémica surgida alrededor de la concesión a los ejecutivos de una gran empresa de opciones de compra de sus acciones, me sugieren una serie de comentarios y puntualizaciones.

En primer lugar, la existencia de este mecanismo de remuneración ligado al valor futuro de las acciones, no es fruto de decisiones empresariales caprichosas ni de "modas americanas", sino de una densa y coherente literatura económica producida por economistas de la talla de Ross, Mirrlees, Stiglitz, Laffont y Tirole, entre otros, sobre los incentivos económicos aplicados a los llamados "problemas de agencia".

Dicha literatura se ocupa de los problemas que surgen entre el llamado principal, es decir el propietario o propietarios de una empresa, en este caso, y el agente, es decir, el director, apoderado o ejecutivos contratados para dirigirla, derivados del deseo de los primeros de que los segundos defiendan los objetivos e intereses que aquellos les imponen al contratarlos y no los suyos propios o los de terceros.

Dichos problemas surgen de la existencia de una información imperfecta del principal sobre la actividad del agente que no puede observar si está de acuerdo con sus intereses.

En el mundo actual, en el que las empresas tienen miles, cuando no millones, de accionistas que rotan con celeridad, la relación entre unos y otros es cada vez más difusa lo que puede resultar en situaciones de "riesgo moral".

Con el fin de que los directivos actúen siempre como si fuesen ellos mismos los propietarios, estos últimos han ido diseñando una serie de incentivos económicos para que aquellos piensen y actúen como verdaderos propietarios. El primer incentivo desarrollado fue el bonus, es decir, una prima sobre el salario ligada a los resultados obtenidos anualmente por la empresa. Posteriormente se ha desarrollado, en mayor medida, el incentivo de la asignación directa de acciones y especialmente de opciones de compra de acciones a los ejecutivos más importantes para que se consideren como un propietario más y actúen como tal.

Con estos esquemas de remuneración se intenta, además, que los ejecutivos no sólo trabajen más duro sino que, si son buenos gestores, se queden el mayor tiempo posible trabajando para la empresa.

En segundo lugar, el desarrollo de este instrumento de remuneración tiene que ver, por un lado, con la fuerte progresividad de los impuestos sobre la renta en muchos países, con tipos marginales muy elevados, y por otro, con la tendencia, derivada de la globalización financiera y la libertad de movimientos de capital, a que la tributación sobre las ganancias de capital o incrementos de patrimonio vayan reduciendo sus tipos ante la posibilidad de perder grandes volúmenes de capitales y de empresas a manos de otros países con menor tributación relativa.

En tercer lugar, estos esquemas ligados a los precios futuros de las acciones de las empresas, están mostrándose como una excelente alternativa a los famosos "contratos blindados" por los que un directivo que lo hace muy mal termina llevándose a su casa una cantidad a menudo mucho mayor que si hubiese trabajado durante el período total de su contrato. La utilización de las opciones de compra sobre acciones, como un alto porcentaje de su remuneración total, permite que dichos directivos, cuando fracasan y dimiten o son cesados, no puedan beneficiarse de su mala gestión, sino que sufran también las consecuencias de un precio de las acciones más bajo.

Estas ventajas de las opciones sobre acciones como forma de remunerar a los directivos han hecho que se utilicen crecientemente en las grandes empresas, así como en todas las empresas jóvenes, que se desarrollan, cada vez en mayor medida, en el área de la alta tecnología.

Sin embargo, ello no significa que este nuevo sistema esté exento de problemas.

Por un lado, aunque es cierto que existe una cierta correlación entre este sistema de incentivos y el mayor valor de las empresas, expresado por su nivel de capitalización bursátil, por la sencilla razón de que es, hoy en día, la manera más idónea de atraer los mejores gestores y, por tanto, de conseguir mejores resultados, también es cierto que el gran auge de la bolsa, en estos últimos años, no se ha debido al desarrollo en gran escala de este sistema. La recuperación de las economías americana y europea tras un período de recesión, el mejor control de la inflación y la caída de los tipos de interés, el mayor gasto de las familias y empresas debido a dichos tipos bajos y a una mayor confianza han sido factores tan determinantes, sino más, que del esfuerzo de los directivos de las empresas en hacerlas más competitivas y más rentables.

Por esta razón, las empresas americanas con mayor visión, están introduciendo un nuevo sistema de opciones que están

ligadas no a la evolución del precio de la acción en términos absolutos, sino a su evolución en términos relativos, es decir, en relación a una referencia o benchmark (por ejemplo el S & P 500) y los directivos sólo pueden ejercitar sus opciones si el precio de la acción supera dicha referencia, con lo que no se incluyen, aquellos factores que han elevado el precio de la acción y que caen totalmente fuera del control de los directivos.

Por otro lado, no está todavía claro cómo se deben valorar dichas opciones para conocer su precio y para poder contabilizarlas en el balance de la empresa. Aunque la S.E.C. (Securities and Exchange Commission) ha aceptado el modelo de valoración de Black y Scholes, este realmente se aplica a opciones que se contratan a intermedias en los mercados, lo que no es el caso de este tipo de opciones, que además, contienen requisitos difícilmente valorables, como que el directivo tenga que estar trabajando en la empresa un determinado número de años.

El FASB británico (Financial Accounting Standards Board) ha intentado, en más de una ocasión, contabilizar, en su totalidad, en la cuenta de pérdidas y ganancias el coste para la empresa de estos esquemas de opciones. Lo más que ha conseguido, que no es poco, es que las cuentas anuales deban de reflejar, en una nota a pie de página y con todo detalle, las opciones que cada año se conceden a sus directivos.

Warren Buffet, el conocido inversor americano, ha dicho recientemente "si las opciones son una forma de remunerar a los directivos son un gasto y, por tanto, hay que contabilizarlo".

El problema de la valoración y la contabilización de las opciones está también relacionado con el de su tributación. No existe una armonización fiscal en el trato de las opciones. En unos países tributan sólo al vender las acciones (EE.UU. y Reino Unido). En los países europeos continentales tributan, en su mayoría, como renta salarial al concederse el derecho y como ganancia de capital o incremento de patrimonio al vender las acciones. El sistema de tributación actual español es diferente de los anteriores. No tributa en el momento de la concesión, tributa como renta salarial irregular en el momento de ejercitar la opción de compra (siempre que hayan transcurrido dos años y los planes no sean anuales) y como incrementos de patrimonio al vender las acciones pasados dos años. De no haber transcurrido dicho plazo tributan como rentas salariales.

Por último, este sistema no está exento de inducir decisiones de los directivos que pueden no ser las deseadas por los accionistas. Por ejemplo, estos podrán intentar, con objeto de que su opción tenga un mayor valor a reducir los dividendos o a aumentar la recompra de acciones por parte de la empresa, ya que ambas decisiones están positivamente correlacionadas con el valor de la opción. Si, además, tienen la posibilidad de

tener un porcentaje de autocartera podrán intentar sostener el precio de las acciones comprándolas conforme se acerca el momento de ejercitar la opción y la venta de las acciones.

También podrán intentar reducir los precios pactados en la concesión si la evolución del precio de la acción es negativo o se estanca, o asegurar el riesgo de que este último caiga, con lo que la opción pierde toda su razón de ser.

Todos estos problemas señalados más arriba pueden dar pie a abusos, pero la probabilidad de estos abusos puede reducirse, drásticamente, con una regulación apropiada tanto del sistema de opciones como del gobierno de las empresas.

Si se introduce una total transparencia en su concesión, obligando a que se apruebe en Junta General, que sean notificada a la CNMV y que se detallen sus tramos, sus precios y sus beneficiarios, se habrá dado un paso positivo muy importante. En Estados Unidos la concesión se hace casi siempre a precios de mercado, la remuneración total es comunicada a la SEC y se hace pública, y se informa también de la dilución que provocan las opciones al conjunto de accionistas.

Por otro lado, es fundamental que los Comités de remuneración que aprueban estos planes sean realmente independientes, que conozcan a fondo los posibles incentivos "perversos" que pueden dar lugar a abusos para evitarlos, y que sus propuestas sean aprobadas no sólo por el Consejo de Administración, sino también por la Junta General.

Es, sólo con medidas de este tipo, como se puede evitar abusos y conseguir mantener un sistema que tiene indudables ventajas para alcanzar una mejor gestión empresarial, un mayor espíritu emprendedor en la creación de empresas, especialmente de alta tecnología, una mayor cultura bursátil, que esta aún tan atrasada en nuestro país y una mayor atracción de la inversión de multinacionales extranjeras.

Por el contrario, una decisión apresurada y en caliente, tras un duro debate político, que empeore su tratamiento fiscal, cuando otros países lo están mejorando, puede poner en peligro un instrumento que es absolutamente necesario para nuestro país en un mundo cada vez más competitivo y globalizado.