

HUNDIRSE EN LA MISERIA

El camino de las opciones sobre acciones, hacia la desesperación

Si usted se había hecho la ilusión de retirarse con el paquetito de opciones que su compañía le había entregado con la mejor de las intenciones y siguiendo, sin duda, una marcada tendencia en la retribución para directivos, ¡olvídese!



Susana Marcos
Socio de Peplematters

En los últimos años, una de las tendencias más diferenciales en la retribución de los directivos en los países occidentales ha sido, sin duda, la implantación de programas de compensación basados en acciones, opciones sobre acciones o, en general, vinculados al capital de la compañía. En un legítimo intento por incentivar a los empleados, los accionistas han tratado de cimentar un camino hacia la propiedad de la compañía que de alguna forma conectara las voluntades de los que operaban el negocio con los beneficios y riesgos de los que lo poseían.

El problema obvio es que cuando cae todo el mercado, las empresas son arrastradas inexorablemente por el *tsunami* y sus empleados-accionistas pueden sentirse particularmente privados de derecho a voto al verse absolutamente incapaces de impactar sobre el éxito de su compañía y, desde luego, de todo el mercado. Y lo que es peor, mal retribuidos e infravalorados a medida que

sus ingresos disminuyen.

Opciones *underwater*, algo común

A lo largo de la vida de una compañía no es raro que se produzcan momentos en los que su valor se vea sometido a tensión bajista. En aquellos países con más tradición en programas de opciones sobre acciones como Estados Unidos o Reino Unido, situaciones en las que los ejecutivos tuvieran opciones *underwater* (esto es, opciones cuyo precio de ejercicio fuera más alto que el precio actual de mercado y, por tanto, carecieran de valor alguno) han sido ciertamente comunes. La cuestión es que, en este momento, el impacto es mucho mayor no sólo porque el capital ha ido incrementando su protagonismo en la retribución de los directivos, sino porque también ha afectado a los resultados de las compañías. Ya el año pasado, el 40% de las empresas del *Fortune 500* tenían programas de opciones que estaban *underwater*,

un número que no ha hecho sino crecer desde entonces, situándose en torno a un 70% a principio de año.

Las opciones sobre acciones como instrumento de incenti- vación de empleados fueron una práctica muy habitual en Estados Unidos en los años 90 y fundamentalmente en empresas del sector tecnológi- co, dónde eran de aplicación y práctica frecuente para todos los empleados de la compañía. La regulación normativa americana, tanto fiscal como contable, para este tipo de modalidades (todavía no muy detallada en esos años) suscita- ba actuaciones por parte de las empresas que corrompían el sentido original de los progra- mas -alinear los intereses del directivo o empleado y del accionista- y provocaron escán- dalos con repercusión pública mundial. Menor regulación y claridad normativa existía aún en Europa, exceptuando la normativa anglosajona, aunque también nos sumamos a la lista de perversiones.

Refuerzo normativo sobre los programas de acciones

En este contexto, a principios de los 2000, la SEC (*U.S. Securities and Exchange Commission*) y la FABS (*Financial Accounting Standards Board*) establecieron nuevas reglas y procesos de actuación fiscales y contables para evitar al máxi- mo estas situaciones y que se centran fundamentalmente en dos aspectos: la obligación de contabilizar los programas de opciones y la aprobación por parte de la Junta de Accionistas de cualquier tipo modificación en los programas de acciones. Este tipo de normativa se ha ido extendiendo de una mane- ra más o menos tímida al resto del mundo, incluido nuestro país, en forma de normas contables, recomendaciones, directivas o códigos de buen gobierno.

También en el 2000, al menos 130 corporaciones norteamer- icanas fueron investigadas por la SEC, el FBI o el Depar- tamento de Justicia por haber

realizado modificaciones en sus programas de opciones, sin que fueran conocidas ni aprobadas por los accionistas, como cambiar las fechas de los programas de acciones (*Back- dating*), modificar los precios en los programas (*Repricing*) o falsificar documentación. Este tipo de modificaciones obedecían a la situación inestable del mercado bursá- til y económico de entonces, donde la caída de las bolsas, la quiebra de empresas y la situación económica suscitaba dudas sobre la eficacia de los planes de acciones y dejaba a muchas empresas con el precio de sus acciones muy por deba- jo de lo inicialmente previsto en los programas (opciones *underwater*).

Para mitigar este efecto, muchas empresas cancelaron o hicieron *repricing* de sus opciones mediante la reduc- ción del precio de ejercicio de las opciones que estaban por debajo del precio establecido o cancelando las opciones otorgadas y garantizando unas

SIETE ALTERNATIVAS A LAS OPCIONES SOBRE ACCIONES UNDERWATER

Wait and See

Mantener la posición acordada inicialmente y continuar con futuros programas sin modificar el actual. Probablemente la más utilizada, sobre todo en empresas que ponen en marcha incentivos a largo plazo de manera recurrente, donde las opciones no han perdido excesivo valor o donde hay se- ñales claras de recuperación. Es simple y transparente, mantiene la alineación del Equipo Directivo con los accionistas, pero es atractivo si existe capital dispo- nible para futuras entregas.

1

Otorgar más

Realizar entregas especia- les de opciones o acortar el tiempo establecido para poner en marcha un programa futuro ya previsto. Es relativamente simple, impulsa de nuevo la eficacia del incentivo y del factor retenedor. Sin embargo, incrementa la dilución. Se ha manejado como alternativa dentro de ésta la concesión de nuevas opciones al precio actual de mercado, que expiran en el caso de que la cotización alcance el precio inicial de ejercicio.

2

Intercambiar opciones por acciones restringidas

Reemplazar las opciones por una nueva concesión de accio- nes, habitualmente vinculada a permanencia, cumplimiento de objetivos de negocio o de cre- cimiento del valor. Al tratarse de una recompensa cierta, suele reducirse el número de acciones afecto al plan y la dilución. Rea- viva el poder retenedor de los incentivos a largo plazo, puede existir coste contable adicional, y se comparte con los accionis- tas el beneficio pero no el riesgo en la misma medida.

3

Alargar el periodo de ejercicio

Inicialmente incrementa la posibilidad de que las acciones alcancen un precio por encima del de ejercicio y además alar- ga en el tiempo la capacidad de retención de los participan- tes en el programa. Es una opción bastante popular en la empresa española aunque no suele producir mayor moti- vación en los receptores del programa.

4

>>

nuevas opciones con el precio actual del mercado.

Pero esta medida fue muy criticada por los accionistas, los clientes y los medios de comunicación de la época por la falta de claridad con la que las compañías intentaron realizarlo y por dejar de ceñirse al espíritu del programa: alinear los intereses del accionista y del equipo directivo.

No sé si afortunadamente, pero sí para bien de los receptores, los accionistas han ido poco a poco aceptando modificar sus programas para no afectar negativamente la motivación de sus empleados. Algunas compañías han “recuperado” las opciones sin valor de sus empleados y las han cambiado por nuevas opciones, acciones restringidas, unidades asimilables a acciones restringidas (normalmente en número inferior) o simplemente dinero en metálico. El beneficio para la compañía es que disminuye la dilución y se restaura el alineamiento de los empleados con los accionistas, su sentimiento de propiedad y su satisfacción.

Para bien de los receptores, los accionistas han ido modificando sus programas para no afectar negativamente la motivación de sus empleados

En general, modificar un programa de retribución vinculado al capital no es una decisión que pueda tomarse a la ligera. No sólo estará sometida a la valoración y aprobación de los accionistas (quienes ya tienen un coste contable derivado de la situación), sino que será objeto de análisis y escrutinio público, sobre todo si va dirigido a los consejeros y/o directivos. El común de los mortales tiende a calificar de dudosa bondad “arreglar” los programas para que los ejecutivos ganen cuando la compañía no lo está haciendo y pueden estar en peligro la sostenibilidad y el empleo a corto o medio plazo. Con más de un 70% de planes de opciones con precios de ejercicio por debajo del precio actual de las acciones, muchos directivos están invirtiendo

un tiempo poco productivo en resolver la situación. Probablemente, nunca contaron con la posibilidad de que no obtuvieran nada al final del camino aunque eso es algo con lo que los accionistas de todas las épocas han tenido que vivir. Las opciones sobre acciones seguirán siendo un elemento que jugará un papel importante en los paquetes retributivos del futuro, pero la recesión está enseñando a los consejos de administración a tomarse mucho más en serio el diseño técnico y la oportunidad de negocio de estos programas para que respondan, no a los deseos de los directivos por incrementar sus ingresos, sino a un delicado equilibrio entre los intereses de éstos, los accionistas, los empleados y la sociedad en general.

>>

Aplicar repricing selectivamente

Es decir, reconocer un nuevo precio para las opciones otorgadas a empleados cuya capacidad de actuación sobre el valor de las acciones sea claramente marginal, pero no para aquellos cuyas decisiones pueden influir de forma directa sobre el mismo. En al menos un 50% de los casos en Estados Unidos, estas alternativas han excluido a Consejeros y Alta Dirección, y en un 20% sólo a Consejeros.

5

Intercambiar opciones por opciones

Cambiar un número de opciones *underwater* por otro habitualmente menor de opciones nuevas con un precio de ejercicio igual al precio actual de la acción. El secreto está en el ratio de intercambio, calculado aplicando algún método de valoración de opciones (normalmente *Black-Scholes*) y evitando incrementar el coste contable. Google ha aplicado recientemente esta medida a las opciones que poseían sus casi 16.000 empleados, reco-

6

nociendo un precio de ejercicio aproximadamente un 50% inferior al inicial y una pérdida contable que rondará los 400 millones de dólares.

Comprar las opciones

Esto permite al empleado liquidar sus opciones bajo un precio y unas condiciones negociadas, bien con la empresa (normalmente el precio se establecería según una fórmula de valoración de opciones) o con un tercero (lo cual crearía una clase especial de “tenedores de opciones no empleados”). Es una opción muy poco habitual aunque tiene un valor muy tangible para los empleados.

7