

LAS STOCK OPTIONS EN LAS SOCIEDADES ABIERTAS: BENEFICIOS Y PREOCUPACIONES

TOMÁS M. ARAYA

I. DEFINICIÓN

Una *stock option* es el derecho otorgado a una persona para comprar un determinado número de acciones de un emisor a un precio fijo [o de acuerdo a una fórmula establecida que puede o no estar sujeta a ajustes] dentro de un periodo de tiempo determinado¹.

Este tipo de título valor² pertenece a la familia de aquellos títulos conocidos como *derivados* en tanto y en cuanto el valor de la opción *deriva* del valor de la acción subyacente³.

La presente ponencia esta orientada básicamente a aquellas opciones sobre acciones distribuidas a los empleados y directivos de la so-

¹ BARTLETT, Joseph W., *Fundamentals of Venture Capital*, 119, Madison Books (1999).

² Debe tenerse presente el carácter de *valor negociable* de las opciones sobre acciones otorgadas a partir de los planes de compensación, donde la distribución es realizada de manera general entre el personal de la emisora. El art. 2 del Decreto 677/01 define a los valores negociables como cualquier valor o contrato de inversión o derechos de crédito homogéneo y fungible, emitidos o agrupados en serie y negociables en igual forma y con efectos similares a los títulos valores, que por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros.

³ Ver BARTLETT, nota 1, p. 119. Ver también BANK, Steven A., *Devaluing Reform: The Derivative Market and Executive Compensation*, 7 DePaul Bus. L. J. 301 (1995).

ciudad emisora, tema éste que se ubica dentro del tema más general de la remuneración por performance o resultado y sus distintas variables.

Es preciso recordar, sin embargo, que este instrumento [la *opción*] puede ser otorgado, además de a empleados y directivos, también a terceros si bien con objetivos no remuneratorios. Normalmente cuando un accionista [no la sociedad como es el caso común en las *stock options*] acuerda con un tercero la venta de un determinado número de acciones a un precio específico durante un periodo también determinado, se dice que el accionista ha otorgado una opción de compra, conocida en el mundo financiero como *call*, donde precisamente el tercero tiene la opción o no de adquirir las acciones. Si, en cambio, el tercero tiene la obligación de adquirir las acciones ante el requerimiento del accionista, el contrato es de opción de venta, también conocida como *put*⁴. Este tipo de opciones no son objeto de tratamiento en la presente ponencia, pero en esencia el esquema bajo el cual se estructuran las opciones es el mismo.

II. CARACTERÍSTICAS DE LAS STOCK OPTIONS

Las *stock options*, o opciones sobre acciones como las denomina nuestra ley, no son sino un ejemplo de los diversos instrumentos que sirven para reducir el problema de agencia entre los accionistas y los directivos de la empresa societaria⁵, al alinear los intereses de ambos en un mismo objetivo: el aumento en el valor de cotización de las acciones de la sociedad⁶.

⁴ KLEIN, William A. & COFFEE Jr., John C., *Business Organization and Finance*, 283, 7th Ed., Foundation Press (2000).

⁵ En este trabajo utilizo el término *directivo* con sentido amplio, comprendiendo tanto a los directores como a los gerentes y, en general, a toda persona encargada del *management* de la sociedad.

⁶ Excede el marco del presente trabajo detenerse en los distintos instrumentos utilizados para reducir el problema de agencia. Me parece sin embargo importante resaltar algunas nociones sobre el tema. En toda relación de agencia donde una persona tiene a cargo tareas de las cuales derivan ventajas para una tercer persona surgen naturales conflictos, conocidos en el derecho norteamericano como el problema de agencia [*the agency problem*] En las sociedades abiertas [definidas como aquellas sociedades cuyas acciones cotizan en Bolsa o en otro tipo de Mercado Abierto], dicha relación de agente y principal se ve claramente entre los directivos encargados del *management* de la empresa [agentes] y los accionistas-inversores [titulares-principales]. Los intereses de ambos no son los mismos: el más importante objetivo del accionista es lograr el aumento en el valor de sus acciones; el directivo, en cambio, muchas veces tiene por principal objetivo realizar su trabajo con el menor grado de esfuerzo [algo inherentemente humano] y gozar de las distintas ventajas que el cargo otorga aún cuando dichas circunstancias no creen valor para los accionistas. Los costos de agencia [*agency costs*], presentes en toda relación de agencia, son aquellos costos incurridos para controlar la conducta inapropiada en una relación que envuelve a un titular-principal [accionista] y un agente

A partir de la distribución de opciones, los empleados reciben el derecho a comprar acciones de su empleador [la sociedad emisora] durante un período de tiempo determinado [y por supuesto futuro] por un precio de compra fijado en las propias opciones. A menos que la opción haya sido otorgada con un precio de ejercicio inferior al entonces precio de mercado, las opciones en realidad no poseen elementos compensatorios al momento de su emisión. Contrariamente, la opción otorga una oportunidad de recibir compensación en el futuro, dándose la característica que esta compensación aumenta con el tiempo mientras el valor de la acción se incrementa ⁷.

Del otro lado, la sociedad emisora [el empleador] no tiene la facultad de requerirle al empleado que decida ejercer las opciones y así adquirir las acciones. Esta decisión representa un derecho exclusivo de los empleados titulares de opciones. Normalmente este derecho de los empleados para comprar acciones, es decir las opciones, está limitado a un específico período de tiempo y puede ser ejercido durante dicho lapso⁸.

Las opciones otorgadas, asimismo, normalmente son no transfe-

[directivo], más el costo residual del oportunismo del agente que no es costo-efectivo prevenir. Por supuesto que en aquellas sociedades cerradas – que representan la inmensa mayoría de sociedades en nuestro país- donde el accionista es quien toma las decisiones empresariales, estos costos no están presentes, ya que no existe ahí conflicto de interés alguno: aquel que decide es quien aportó el capital y quien recibe las consecuencias beneficiosas o desfavorables de sus decisiones. En las sociedades abiertas, en cambio, existe una separación entre los dueños [accionistas] y quienes la dirigen [directivos]; esta situación se acentúa cuando no existe un accionista que por sí pueda influenciar en las decisiones de la sociedad debido a estar las acciones sustancialmente distribuidas en el mercado, sin que ningún accionista sea titular de un número significativo de ellas. Como es sabido, esta separación entre la propiedad y el control propia de las sociedades abiertas [en los mercados con economías desarrolladas] fue puesta de manifiesto ya en 1932 en el legendario trabajo de BERLE Jr., Adolf A. y MEANS, Gardiner C., *The Modern Corporation and Private Property*. Sobre el tema puede verse JENSEN, Michael C. & MECKLING, William H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *Journal of Financial Economics* 305 (1976); FAMA, Eugene F. & JENSEN, Michael C., *Separation of Ownership and Control*, 26 *Journal of Law and Economics* 301 (1983). En forma más general, puede también verse EASTERBROOK, Frank H. & FISCHER, Daniel, *The Economic Structure of Corporate Law* (1991). Específicamente, puede verse ELLIS, Robert Dean, *Equity Derivatives, Executive Compensation and Agency Costs*, 35 *Hous. L. Rev.* 399; REHNERT, Geoffrey S., Nota, *The Executive Compensation Contract: Creating Incentives to Reduce Agency Costs*, 37 *Stan. L. Rev.* 1147.

⁷ Thomas J. St. VILLE, *Stock Options and Other Equity-Based Compensation Arrangements*, 75 *C.P.S. (B.N.A.)*, A-3.

⁸ Este es el esquema más común en EEUU, mientras que en Europa lo normal es que sólo al vencimiento de las opciones el tenedor tenga derecho a ejercer las mismas. En el derecho norteamericano, las típicas *stock options* se distribuyen por un periodo de 5 a 10 años, siendo este último el periodo más común [Thomas J. St. Ville, *ob. cit.* en nota 7, p. A-3]. El origen de ello está en el favorable tratamiento impositivo que reciben ciertas *stock options*, llamadas Incentive Stock Options (ISOs) que cumplen con los requisitos especialmente detallados en la ley tributaria de EE.UU. [Ver Sección 422, Internal Revenue Code, 26 USCA Section 422]

ribles por los empleados y son solamente ejercitables por ellos durante el transcurso de su vida, como forma de garantizar el incentivo y motivación de los empleados hacia un mayor esfuerzo tendiente a lograr mejoras en la empresa que provoquen el aumento en la cotización de las acciones. De permitirse la transferencia inmediata de las *stock options* a terceras personas una vez otorgadas, dicho objetivo se vería extinguido.

Asimismo, las opciones al ser otorgadas deben establecer el efecto, si alguno, que el cese de la relación laboral provoca en las mismas. En el derecho norteamericano aquellas opciones que deseen beneficiarse del tratamiento impositivo especial requieren que el tenedor de las mismas se haya desempeñado como empleado de la sociedad emisora de las opciones⁹ al menos hasta tres meses antes de ejercida la opción. Es decir que se otorga al empleado titular de las opciones un plazo extra de 3 meses para ejercitar dichas opciones una vez cesada la relación laboral con la sociedad emisora de las mismas¹⁰.

Finalmente, un tema fundamental que los términos y condiciones de emisión de las opciones deberán fijar es la existencia o no de ciertas restricciones en las acciones luego de que el empleado ejercite las opciones. Las posibilidades aquí son variadas, entre otras: a) el empleado no puede vender las acciones adquiridas al ejercitar las opciones; b) el empleado puede libremente disponer de dichas acciones; c) el empleado puede disponer de las acciones luego de un determinado periodo y d) el empleado solo puede vender las acciones a la sociedad quien procederá a cancelarlas.

Las dos primeras posibilidades son un tanto extremas, siendo la tercera la más conveniente; es decir que el empleado, luego de ejercer las opciones deba mantener las mismas en su propiedad por un período determinado no demasiado extenso, después del cual dichas acciones serán libremente transferibles¹¹.

En nuestro derecho, el nuevo art. 67 de la ley 17.811 autoriza al Directorio, una vez lograda la aprobación de la asamblea de accionis-

⁹ Se permite también que la relación de dependencia haya existido con la sociedad madre, una subsidiaria de tal sociedad, o bien una sociedad, sociedad madre o subsidiaria de una sociedad adquirente por fusión o reorganización [Section 422 (a) (2), Internal Revenue Code].

¹⁰ Sección 422 (a) (2) del Internal Revenue Code [26 USCA Sección 422].

¹¹ En los Estados Unidos, la section 422 (a) (1) del Internal Revenue Code de EE.UU. condiciona el beneficio impositivo de las *incentive stock options* [ISOs] a que no se transfieran las acciones dentro de los dos años de la fecha de otorgamiento de las opciones ni dentro de un año después que las acciones se transfieran al empleado, una vez ejercitada la opción.

tas, a fijar los “términos y condiciones de su emisión y de los derechos que otorguen”. El esquema pensado, en consecuencia, es de total libertad, dependiendo las características de los planes de opciones de lo que en definitiva fije el Directorio.

Los tres temas mencionados [libre transferibilidad o no de las opciones, efecto de la cesación laboral sobre las opciones y libre transferibilidad o no de las acciones adquiridas al ejercer las acciones] deberán en consecuencia ser considerados por el Directorio al momento de otorgar las opciones.

En este sentido, un plan de opciones destinados al personal que imponga ciertas restricciones a la transferencia de opciones y acciones, es deseable a fin de que los objetivos de las *stock options* puedan ser más fácilmente alcanzados.

III. ¿COMO FUNCIONAN LAS STOCK OPTIONS?

Como mencionara, las *stock options* son aceptadas como una adecuada forma de remuneración basada en el resultado¹². La sociedad

¹² Un tema no desarrollado en este trabajo es si efectivamente las *stock options* representan una adecuada forma de remuneración. Varios autores critican esta primer justificación. Una primera línea de críticas a los planes de compensación con *stock options* apunta directamente al presupuesto que el precio de la acción es una base adecuada para medir la performance de la sociedad y sus ejecutivos jerárquicos. El principal argumento es que el movimiento en el valor de cotización de las acciones es muchas veces completamente independiente de la performance específica de la sociedad. Acertadamente se menciona que eventos en la economía en general [como cambios en las tasas de interés internacionales o acuerdos de comercio internacional, entre otros] o en la industria [como la aparición de un nuevo producto por un competidor] producen también significativos efectos en el precio de cotización de una sociedad determinada [Frank EASTERBROOK & Daniel FISCHER, *ob. cit.* en nota 6, p. 192, citado en Steven A. BANK, *ob. cit.* en nota 2]. más precisamente, se mencionan normalmente cuatro distintos factores que influyen la cotización de la acción: un factor del mercado en general que afecta a todas las acciones; un factor de la industria que afecta a todas las acciones dentro de una industria determinada; una variedad de otros factores que afecta la performance de limitados grupos de acciones no pertenecientes a la industria; y un factor específico que afecta solamente una sociedad y sus acciones [Richard A. Brealey, *An Introduction to Risk and Return from Common Stocks* 117 (M.I.T. 2d. ed., 1983), citado en Steven A. BANK, *ob. cit.* en nota 2.] En este esquema, en consecuencia, un ejecutivo puede hacer dinero siempre que la acción aumente más allá del precio de ejercicio, aun cuando dicho aumento no se origine en alguna mejora específico en la sociedad. Una segunda línea de críticas apunta a los perversos incentivos creados por las *stock options*, que incitan a los directivos a focalizarse en los aspectos de su trabajo que tengan una directa incidencia en el aumento de cotización de las acciones. La crítica aquí apunta a que los directivos se focalizarán en las ganancias inmediatas dejando de lado planes quizás de más lenta realización pero más provechosos en si para la sociedad. Finalmente, se señala que los planes de compensación con *stock options* no representan en realidad ningún riesgo para el ejecutivo. Si el valor de la acción crece, el ejecutivo ejerce las opciones y logra un beneficio económico. Si, en cambio, el valor de la acción decrece, el ejecutivo no pierde dinero sino que en realidad deja de ganar un beneficio extra. Ver Steven A. BANK, *ob. cit.* en nota 2.

otorga al empleado o directivo que recibe las opciones el derecho a comprar un determinado número de acciones de la sociedad en una fecha futura a un precio fijo de ejercicio convenido al tiempo en que las opciones son otorgadas.

Dicho precio de ejercicio se fija normalmente en el precio de cotización de las acciones en el momento en que las opciones son otorgadas. Sin embargo, puede también decidirse que el precio de ejercicio sea *superior* al precio de cotización de las acciones, como instrumento de motivación para los ejecutivos y empleados [que reciben las opciones] en lograr incrementar el precio de cotización de la acción por sobre dicho precio de ejercicio¹³.

Si el precio de cotización de las acciones *aumenta* luego que las opciones son otorgadas, superando el precio de ejercicio fijado, el tenedor de las opciones ejercerá la opción, lo que le permitirá adquirir acciones que cotizan a un valor determinado al valor inferior fijado en la opción, logrando de esa manera un claro beneficio económico. Como puede apreciarse, el esquema de las *stock options* le permite al tenedor de las opciones obtener una ganancia sin haber tenido que hacer la inversión de riesgo de comprar las acciones a determinado precio¹⁴.

Si, en cambio, el precio de cotización de las acciones *desciende* con relación al precio fijado en las opciones, las opciones no serán ejercidas ya que los titulares de opciones obviamente no optaran por comprar los títulos a un precio superior al que lo pueden libremente adquirir en el mercado. De darse esta situación, que inclusive puede ocurrir aun cuando la empresa este en una mejor situación económica-financiera con relación a otros ejercicios si la baja en el valor de las acciones se debe a una baja general del mercado, las opciones otorgadas devendrán simples títulos cuyo valor estará bastante cercano a cero¹⁵.

¹³ En Estados Unidos, la vasta mayoría de planes de *stock options* distribuyen las opciones con un precio de ejercicio igual al precio de cotización de la acción subyacente en dicha fecha. Ver RANDALL, S. Thomas & KENNETH, J. Martin, *The Determinants of Shareholder Voting on Stock Options Plan*, 35 Wake Forest Law Review 31, p. 34 (2000).

¹⁴ Obviamente al ejercitar las opciones el titular de las mismas está asumiendo un riesgo de inversión ya que las acciones deben ser integradas. Sin embargo el riesgo es menor debido a que el titular de las opciones esta comprando los títulos a un precio inferior al de mercado, lo que le permite posteriormente desprenderse de los mismos (de estar ello permitido) logrando así una ganancia inmediata. Más aún, el titular de las opciones no tiene necesariamente que utilizar sus recursos para adquirir las acciones esperando que las mismas aumenten de valor, sino que puede al mismo tiempo utilizar dicho monto para otras inversiones.

¹⁵ No es enteramente exacto concluir que las opciones carecen de valor si el precio de ejercicio es inferior al precio de cotización. El valor de dichas opciones, en realidad, deriva de la posi-

IV. BENEFICIOS

Los beneficios normalmente mencionados en referencia a las *stock options* son de dos tipos. En primer lugar las opciones otorgan la posibilidad de alinear los intereses de directivos y empleados de la sociedad con los intereses de los accionistas, al permitir y promover que los directivos y empleados se conviertan en accionistas.

Este *compartir de intereses y objetivos*, se alega, producirá a su vez dos consecuencias que serán favorables para la sociedad. En primer lugar, aumentara el nivel de trabajo y dedicación de los empleados al proveer a los mismos la oportunidad de participar en la posible apreciación en la cotización de las acciones de la empleadora. La idea es que los directivos y empleados reciben un incentivo para trabajar más duro y así lograr incrementar el valor de la empresa [de sus acciones] ofreciéndoles una parte de las ganancias que ellos han ayudado a crear¹⁶. En segundo lugar, aumentara el nivel de interés de los empleados en la actividad de la sociedad emisora equivalente o al menos cercano al nivel de interés o involucramiento que poseen los accionistas.

El segundo gran beneficio de las *stock options* es su utilización como herramienta de atracción por las sociedades a fin de contratar y retener nuevos y capacitados ejecutivos y empleados¹⁷.

Dichos objetivos, como se ve, tienen por presupuesto un mercado de capitales eficiente, líquido y en crecimiento que *premia* a aquellas sociedades que han hecho bien su trabajo obteniendo mayores ganancias de lo esperado, con el aumento de cotización de la acción. Dicha confianza en que el mercado incorporara al precio de la acción la buena tarea realizadas por los directivos y empleados de la sociedad es precisamente lo que incentiva y motiva a los empleados y directivos a aumentar su dedicación y esfuerzo tendiente a lograr un premio extra [mas allá de la remuneración normal] representado por la ganancia a obtener al adquirir acciones a un precio inferior al de mercado.

bilidad de que la acción alcance el valor de ejercicio fijado en la opción. más lejana es dicha posibilidad, menos valor tiene la opción.

¹⁶ Ver RANDALL, S. Thomas & KENNETH, J. Martin, *ob. cit* en nota 13, p. 38.

¹⁷ La ley argentina no incorpora referencia alguna a los beneficios de las opciones sobre acciones en el recientemente sancionado Decreto 677/01. En los EE.UU., puede verse la historia legislativa de las incentive stock options [ISOs] en S. REP. NO. 144, 97th Cong., 1st Sees. 98-99 (1981), donde se mencionan algunos de los beneficios señalados. Puede también verse Michael W. MELTON, *The Alchemy of Incentive Stock Options - Turning Employee Income into Gold*, 68 Cornell L Rev. 488, 500-01 (1983).

El Mercado de Capitales de nuestro país, como es sabido, lejos está hoy de alcanzar dichas características de crecimiento, liquidez y eficiencia, habiendo sido duramente influenciado por la recesión de los últimos años. Algunos pasos de importancia, sin embargo, han comenzado a darse tendientes a recuperar la confianza de los inversores¹⁸. Es de esperar que las normas sancionadas, en un contexto de recuperación general de la economía, contribuyan para recuperar la confianza en el mercado, lo que otorgara el marco propicio que permitirá gozar de los beneficios de las opciones sobre acciones y seguramente promoverá su uso entre las sociedades abiertas.

V. ADICIONAL EXPLICACIÓN SOBRE LA ATRACCIÓN DE LAS STOCK OPTIONS EN ESTADOS UNIDOS

Como es sabido la explosión en el uso de las stock options ha ocurrido en los Estados Unidos, particularmente a partir del uso generalizado realizado por las empresas tecnológicas¹⁹.

Adicionalmente a las principales características y beneficios mencionados, debe tenerse presente una particular circunstancia de las *stock options* en dicho país, donde radica quizás la principal explicación de su generalizado uso: el beneficio impositivo que las *stock options* otorgan a las sociedades emisoras.

Tal como lo mencionara más arriba, al producirse el aumento en la cotización de la acción, los empleados y principales ejecutivos de la sociedad comienzan a ejercitar las opciones, adquiriendo acciones de la compañía a precio inferior al de mercado. Al ejercitar las opciones, los empleados obtienen una inmediata ganancia, representada por la diferencia entre el valor de cotización de la acción al momento en que se ejercita la opción y el precio de ejercicio de las opciones fijado oportunamente, siendo responsables del pago del impuesto a las ganancias por dicha cifra.

Al mismo tiempo, la sociedad obtiene una *deducción impositiva* por dicho monto, al computabilizarse dicha ganancia realizada por el empleado como remuneración de la sociedad a los empleados. La sociedad logra de esa manera una deducción [normalmente significa-

¹⁸ Me refiero al Decreto 677/01 y a las Normas Ordenadas de la CNV dictadas en el año 2001 a partir de la Resolución 368 y modif. Ambos textos pueden consultarse en <http://www.cnv.gov.ar/Principal.htm>.

¹⁹ Puede consultarse Richard D. HARROCH (Ed.), *Start-Up & Emerging Companies*, Volume 2, Law Journal Press, New York, (2001).

tiva si la diferencia entre el precio de ejercicio y el valor de cotización es sustancial y si la sociedad ha distribuido un alto número de opciones entre sus empleados] sin que haya tenido que gastar dinero alguno para ello²⁰.

Esta es, en consecuencia, la primer sustancial ventaja que las *stock options* otorgan a las sociedades emisoras en el derecho norteamericano y lo que provoca su generalizado uso en dicho país: la posibilidad de obtener un costo deducible a los fines impositivos sin efectivamente tener que incurrir en dicho costo.

A dicha ventaja impositiva debe agregarse un favorable tratamiento contable que termina por convertir a las *stock options* en algo más atrayente aún para aquellas sociedades que cotizan sus acciones. En efecto, de acuerdo a los *Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados* del derecho norteamericano [conocidos como GAAP, *General Accepted Accounting Principles*] la sociedad emisora de *stock options* no está obligada a computar dichos montos [gastos desde el punto de vista impositivo] como gastos en sus libros contables, al considerarse que las opciones no representan un costo para la sociedad siempre que hayan sido emitidos a valor de mercado. Ello ocurre debido a que el costo de las *stock options*, a los fines contables, es estimado como el exceso, en su caso, del valor de cotización de la acción a la fecha de distribución de las opciones sobre el precio de ejercicio de la opción que el empleado deberá abonar para adquirir las acciones. Normalmente este costo es igual a cero ya que el precio de ejercicio de la opción es en la inmensa mayoría de casos precisamente el precio de mercado de la acción al momento de distribución de las opciones²¹.

Nótese la incongruencia de esta norma que permite no computar como gasto las opciones otorgadas, mientras que si se hubiera abonado a los empleados con dinero por supuesto que dichos montos serian tomados en consideración, reduciéndose en forma correlativa las ganancias del ejercicio²².

²⁰ A modo de ejemplo, las siguientes empresas obtuvieron las siguientes deducciones impositivas con motivo del uso de las *stock options* durante el año fiscal 1996 [en millones de dólares]: Microsoft \$ 352; Cisco Systems \$ 198; Intel \$ 196; PepsiCo \$ 145; Compaq \$ 91, 3Com \$ 79,8; Sun Microsystems \$ 55,9; Walt Disney \$ 44; Wall Street Journal, *Stock-Option Exercise Is Bringing Many Firms A Big Break on Taxes*, en archivo con el autor.

²¹ Ver Accounting for Stock-Based Compensation, Statement of Financial Accounting Standard N° 123 P 26. Un sumario del Statement N° 123 puede consultarse en <http://www.fasb.org/st/summary/stsum123.htm>.

²² El esquema de los estados contables, en una simplificación excesiva, es el siguiente:

Dicha circunstancia le permite a las sociedades emisoras de opciones mantener en el mismo nivel [elevado] el nivel de ganancias producidas en un año determinado sin que el mismo se vea afectado por las opciones distribuidas.

Como se expresa normalmente, las opciones proveen a la sociedad el mejor de ambos mundos: gasto computable desde el punto de vista impositivo [reduciendo así el monto de impuesto a las ganancias a pagar]; monto no computable desde el punto de vista contable [sin reducir así las ganancias obtenidas por la sociedad en un periodo determinado]. Este incongruente sistema, justificado como decisión de política social que tiende a premiar a las sociedades con acciones cuyo valor de cotización ha aumentado y a sus empleados, ha venido siendo objeto de innumerables críticas en los últimos años²³ sin que hasta la fecha haya sido reformado.

Finalmente, también los empleados y directivos reciben una ventaja impositiva de las *stock options*. En efecto, si dichas opciones cumplen con ciertos requisitos establecidos en la ley impositiva, el empleado o directivo que ejercite las opciones y adquiera las acciones no estará sujeto al pago de impuesto por dicha ganancia hasta que dichas acciones sean vendidas [siempre que las acciones sean mantenidas al menos por un plazo de un año luego de adquiridas²⁴].

VI. PREOCUPACIONES

Entre las principales preocupaciones relacionadas con la com-

Ingresos
(menos) Gastos
Ganancia Operativa
(menos) Impuestos
Ganancia Neta
(dividido) Total de Acciones

EPS (earnings per share / ganancias por acción)

Cómo se aprecia, al no computar en Gastos el valor de las opciones, la Ganancia Operativa y también la Neta alcanzarán un valor mayor. Consecuentemente el importante número de las ganancias por acción [EPS] también será más elevado que el real.

²³ La entidad encargada de regular los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados [GAAP] en EE.UU., la Financial Accounting Standard Board [FASB] intentó sin éxito en 1994 modificar esta incongruencia, proponiendo una reglamentación tendiente a considerar gastos las opciones otorgadas, a los fines contables. El tema, sin embargo, no prosperó ante una feroz oposición de los directivos [*managers*] de las principales empresas. Puede verse "Accounting Proposal Stirs Unusual Uproar in Executives Suites", Wall Street Journal, 7/2/94. Actualmente las sociedades deben solamente divulgar en una nota al pie de página de sus estados contables, las ganancias que la sociedad habría reportado luego de deducir el costo de las opciones.

²⁴ Sección 422 (a) (1) del Internal Revenue Code [26 USCA Section 422]

pensación a directivos y empleados mediante acciones, particularmente en la forma de opciones sobre acciones, normalmente se señala a las siguientes:

1) *Potencial Efecto Dilusivo de las Stock Options*

La principal preocupación relacionada con las *stock options* es el potencial perjuicio económico que las mismas pueden provocar en los accionistas existentes al momento de su implementación.

En efecto, al eventualmente ejercitarse el derecho que la opción otorga, la sociedad deberá o bien adquirir sus acciones para ser distribuidas entre quienes ejerzan las opciones o bien emitir nuevas acciones a los titulares de las opciones. Ambas posibilidades envuelven en realidad una transferencia de bienes de los actuales accionistas a los titulares de opciones [empleados y directivos].

De ocurrir la primer posibilidad [esto es que la sociedad decida adquirir sus acciones en el mercado a precio de mercado], la sociedad utilizará sus recursos para comprar acciones a precio real [el del mercado en ese momento] y posteriormente procederá a distribuir dichas acciones entre los empleados-titulares de opciones que hayan decidido ejercer las opciones. El nuevo artículo 68 de la Ley 17.811 permite la adquisición de sus propias acciones por parte de la sociedad, imponiendo una serie de requisitos y remitiendo a otros requisitos a imponer por la Comisión Nacional de Valores²⁵.

Dicha distribución de acciones a los empleados se encuentra igualmente permitida en nuestra legislación a partir del mencionado artículo 68 que autoriza la enajenación de las acciones adquiridas por la sociedad sin la obligación de hacer una oferta preferente de las acciones a los accionistas cuando se trate de cumplir un programa o plan de compensación a favor de personal dependiente de la sociedad, previa aprobación de la asamblea de accionistas²⁶.

La sociedad, en consecuencia, recibirá por las acciones un precio inferior al que efectivamente dicha sociedad pagó al adquirir las acciones. Esa disminución en el patrimonio de la sociedad representa una transferencia de recursos de los accionistas a los empleados titulares de opciones. El esquema no sufre variación alguna si la sociedad cancela las acciones luego de haberlas adquirido y procede a la emi-

²⁵ La CNV regula la *Adquisición de Acciones Propias* en el punto 1.5, Artículo 11, del Capítulo I de las Normas de la CNV, T.O. 2001, Resol. 368 y modif.

²⁶ Ver nuevo art. 68 Ley 17.811, según texto del Decreto 677/01.

sión de nuevas que luego distribuye al precio oportunamente fijado en las opciones. más allá de la modificación en forma, sustancialmente el resultado es idéntico a si los empleados estuvieran recibiendo las mismas acciones que la sociedad adquirió.

En el esquema general pensado para las opciones, la justificación por tener que *sufrir* esa transferencia de recursos, normalmente desde los accionistas hacia los empleados, se encuentra básicamente en los beneficios que las *stock options* producen. Fundamentalmente el efecto de motivación e incentivo en los empleados es lo que provocara -en un mercado de capitales eficiente, líquido y en crecimiento- un aumento de la productividad, trabajo y dedicación de los mismos, que tendrá por *necesario* efecto el aumento en el valor de las acciones.

En este esquema, en consecuencia, no hay transferencia de valor alguno de parte de los accionistas hacia los empleados, sino una justa distribución de las ganancias, de acuerdo al esfuerzo y aporte de cada uno. En efecto, tanto el accionista, al aportar su capital adquiriendo las acciones, como el empleado, al aumentar su dedicación y productividad, contribuyen al aumento del valor de dichas acciones. Posteriormente, las ganancias provenientes de dicho aumento se distribuyen entre ambos sin que el accionista en realidad sufra una disminución en su patrimonio.

En los países con economías desarrolladas, muchas de las principales empresas que más uso han hecho de las *stock options*, normalmente acuden a esta primer posibilidad para hacerse de las acciones a distribuir entre los empleados. Es común así ver como la sociedad realiza una compra de sus propias acciones en forma concurrente a la distribución de acciones a los empleados que han ejercido las opciones, con la intención de reducir el efecto ilusivo de las *stock options*. más allá de ello, debe recordarse que dicha práctica no es consecuencia de un imperativo legal sino de una decisión empresarial, una suerte de compromiso, que los directivos envían al mercado de capitales que les permite continuar con la ventajosa práctica de emitir *stock options* para sus empleados [y así atraer los mejores y más capacitados empleados] sin desproteger sus accionistas-inversores.

En nuestro derecho, asimismo, tradicionalmente la adquisición de sus propias acciones por la sociedad se encontró siempre limitada a supuestos de excepción²⁷. El nuevo art. 68, plantea un régimen un

²⁷ El art. 220 de la Ley de Sociedades Comerciales [en adelante LSC] permite a la sociedad

tanto más flexible para las sociedades abiertas, manteniendo la exigencia que se utilicen para la adquisición exclusivamente ganancias realizadas y líquidas o reservas libres o facultativas y poniendo un límite máximo de propias acciones que la sociedad puede poseer en cartera del 10% del capital social²⁸.

La segunda posibilidad para la sociedad que ha distribuido *stock options* entre sus empleados es directamente emitir nuevas acciones cuando las opciones son ejercidas. Esta circunstancia tiene por consecuencia una necesaria reducción en el precio de cotización de cada acción, al aumentar la base accionaria.

La mayor cantidad de opciones una sociedad distribuye entre sus empleados y directivos, la mayor cantidad de acciones que la sociedad deberá emitir en un futuro. Cuando los directivos o empleados ejerciten las opciones y la sociedad emita nuevas acciones, los accionistas en ese momento existentes verán reducido su porcentual de propiedad en la sociedad. Esto es precisamente lo que se denomina efecto dilusivo de las opciones, reflejándose el mismo en tres elementos: menor porcentual de propiedad, menor poder de voto y menor cantidad de dividendos por recibir en el futuro para los actuales accionistas²⁹.

El riesgo de dilución que provoca toda nueva emisión de acciones [o títulos convertibles en acciones] se encuentra adecuadamente tratado en nuestro derecho con el derecho de suscripción preferente que precisamente otorga a los accionistas existentes en fecha previa a la emisión de nuevas acciones o títulos convertibles, la posibilidad de mantener sus respectivos porcentuales accionarios de la sociedad,

adquirir sus propias acciones excepcionalmente, con ganancias realizadas y líquidas o reservas libres, cuando estuvieran completamente integradas y para evitar un daño grave, lo que deberá justificarse en la próxima asamblea. además de esta posibilidad, la adquisición de propias acciones se permite cuando las mismas integren el haber de un establecimiento que la sociedad adquiere o de una sociedad que incorpore. Finalmente, ante una decisión de reducción del capital social, se autoriza que la sociedad adquiera sus acciones sólo con el objetivo de cancelarlas.

²⁸ Ver nuevo art. 68 Ley 17.811, texto según Decreto 766/01. Ver también punto 1.5, artículo 11, del Capítulo I de las Normas de la CNV, T.O. 2001, Resol. 368 y modif.

²⁹ Ver Randall S. THOMAS & Kenneth J. MARTIN, *ob. cit* en nota 13, p. 36. Los autores asimismo mencionan que los accionistas existentes también entregan una porción de las ganancias que ellos podrían haber realizado como consecuencia del aumento en el valor de cotización de la acción. Esto ocurre ya que, al aumentar el precio de cotización de la acción, los tenedores de la opciones decidirán ejercitar las opciones para capturar los beneficios provenientes de la diferencia entre el valor de cotización y el valor de ejercicio. Como consecuencia de dicho ejercicio, al emitir la sociedad un mayor número de acciones, esta mayor oferta de acciones en el mercado producirá una reducción en el precio de las acciones. Este esquema presupone, por supuesto, que los directivos ejercen las opciones, reciben las acciones e inmediatamente venden las mismas en el mercado, recibiendo así las ganancias.

adquiriendo acciones o títulos convertibles a emitir³⁰.

El recientemente sancionado art. 67 del Decreto 677/01, que incorpora dicho texto a la Ley 17.811, al regular las opciones sobre acciones trata este tema vía remisión a la ley No. 23.576 y modificatorias, de Obligaciones Negociables [en adelante LON]. El art. 17 de la LON expresamente dispone "...que los accionistas de la emisora carecerán del derecho de preferencia sobre las acciones que se emitan..." El art. 11 de la LON, sin embargo, permite ejercer el derecho de suscripción preferente sobre las obligaciones negociables convertibles en acciones [en adelante ON convertibles], remitiendo a los artículos 194 a 196 de la LSC. El derecho de preferencia, en consecuencia, se otorga no sobre las acciones a emitir sino sobre los títulos convertibles [en este caso opciones sobre acciones], al momento de la emisión de los mismos.

Cabe igualmente recordar que el art. 12 de la LON permite suprimir el derecho de suscripción preferente siempre que, en Asamblea Extraordinaria, la resolución se tome con el voto favorable de por lo menos el cincuenta por ciento (50%) del capital suscrito con derecho a opción y no existan votos en contra que superen el cinco por ciento (5 %) de dicho capital. La misma norma también permite la supresión del derecho de acrecer y la reducción a no menos de diez días del plazo para ejercer la preferencia. Sin embargo ambas posibilidades están condicionadas a que la sociedad haya celebrado un convenio de colocación en firma con un agente intermediario, para su posterior distribución entre el público [esto es, un convenio de *underwriting*], supuesto éste no aplicable a las *stock options*.

Finalmente, el referido art. 12, en su primer párrafo, permite la suspensión del derecho de suscripción preferente cuando se dan las circunstancias previstas en el art. 197 inciso 2, última parte de la LSC [es decir cuando las obligaciones se den en pago de obligaciones pre-existentes]³¹.

Mas allá del potencial efecto dilusivo de las opciones, resulta cuanto menos opinable igualar el régimen de preferencia a aplicar a las opciones sobre acciones con el vigente para las obligaciones negociables convertibles. En efecto, la finalidad de ambos instrumentos es sustancialmente diferente. En el caso de las ON convertibles, el objetivo de la sociedad es obtener financiación y, es de esperar, la misma

³⁰ Ver arts. 194 a 196 de la LSC.

³¹ Sobre el tema puede verse YOMHA, Carlos G., *Tratado de las Obligaciones Negociables*, Depalma, 1994.

decide emitir ON convertibles con la finalidad de lograr una tasa de interés menor a la que obtendría de emitir directamente títulos de deuda. El adquirente de los títulos [muchas veces cercanamente vinculado a la sociedad], asimismo, decide adquirir los títulos convertibles, que le otorgan la posibilidad de convertir su carácter de acreedor en accionista, si el futuro [promisorio] de la sociedad así lo aconseja.

Del otro lado, las opciones no se emiten con la finalidad de conseguir financiamiento. Las opciones se emiten con la finalidad de atraer mejores y más capacitados empleados y para incentivar y motivar al personal, logrando así un aumento de productividad y eficacia en el trabajo interno de la sociedad que se traducirá en un aumento de cotización de la acción. De otorgarse un derecho de suscripción preferente a los actuales accionistas no empleados ni directivos, y de ejercerse el mismo, las opciones lisa y llanamente pierden su razón de ser.

Mas aun, el derecho de suscripción preferente utilizado con las opciones puede servir para facilitar el mantenimiento en el poder de directivos no del todo eficaces en su gestión, que controlan la sociedad a partir de poseer un porcentual accionario que inclusive puede muchas veces no ser significativo de existir convenios de sindicación. Nótese, inclusive, que si las opciones se distribuyen como bonificación o a pagar en un futuro posterior a ser las mismas ejercidas, tales accionistas no tendrán que aportar suma alguna a la sociedad y podrán recibir sustanciales sumas de dinero, de producirse un aumento general en el mercado, que *arrastre* la cotización de las acciones de la sociedad.

El tema obviamente es conflictivo ya que la eliminación sin más del derecho de suscripción preferente al distribuirse las opciones aumenta peligrosamente el riesgo de licuación de los actuales accionistas ante una futura emisión de acciones. más allá de ello, habría sido más conveniente a mi entender establecer un régimen de preferencia especial para las opciones, teniendo en cuenta su especial objetivo, que facilite y permita la utilización de las opciones fundamentalmente para empleados sin que el derecho de suscripción preferente resulte de necesaria e ineludible aplicación en estos casos.

Nótese, finalmente, que el nuevo art. 69 de la ley 17.811 permite que la Asamblea decida destinar acciones al personal en relación de dependencia de la sociedad o alguna de sus controladas, sin hacer referencia alguna al derecho de preferencia del art. 194 LSC. Sería una incongruencia sostener que la sociedad, vía aprobación asamblearia, puede decidir distribuir acciones entre su personal [hasta el máximo

del 10% del capital social] sin que el derecho de preferencia resulte de aplicación, pero la misma, con la misma aprobación asamblearia, no puede distribuir opciones al personal que involucren acciones hasta dicho monto.

2) *Riesgos de Inadecuada Divulgación de los Planes de Compensación mediante Opciones*

Como consecuencia del potencial efecto dilusivo de las opciones, existente más allá del derecho de preferencia, deviene imperioso acentuar la necesaria divulgación y publicidad que debe otorgarse a toda decisión sobre planes de compensación al personal y directivos que involucre una emisión de opciones.

En efecto, al darse a publicidad los planes que involucren opciones sobre acciones en las sociedades abiertas, el mercado podrá tomar debida nota del máximo número de acciones que podrán emitirse en el futuro y, eventualmente, incorporar ya al precio de las acciones dicha circunstancia.

La ley argentina recientemente sancionada es en cierta forma consciente de este tema, al disponer en el art. 64 que las sociedades anónimas emisoras deberán incluir adicionalmente en las notas complementarias a sus estados contables, no sólo las acciones que hayan sido emitidas o con emisión autorizada por la asamblea y las efectivamente emitidas, sino también, conforme el régimen legal y reglamentario aplicable, *las opciones otorgadas* y los valores convertibles en acciones y los demás que otorguen derechos a participar en los resultados de la sociedad. El mismo artículo dispone que se deberá también incluir en la Memoria las "modalidades de remuneración del directorio y la política de remuneración de los cuadros gerenciales de la sociedad, *planes de opciones* y cualquier otro sistema remuneratorio de los directores y gerentes por parte de la sociedad.

Esta obligación de informar anualmente a los accionistas que tiene la sociedad emisora comprendida en el régimen de la oferta pública es adicional a la obligación de informar que tienen los propios directores, administradores, síndicos, gerentes designados de acuerdo con el art. 270 de la Ley N° 19.550 y miembros del consejo de vigilancia, titulares y suplentes [en general, *directivos*], así como los accionistas controlantes de entidades emisoras, acerca de la cantidad y clases de acciones y *opciones de compra o venta* de acciones o títulos representativos de deuda convertibles en acciones que posean de la

entidad a la que se encuentran vinculados³².

El art. 6 del Decreto, por su parte, impone la obligación de realizar igual comunicación a las entidades autorreguladas, es decir básicamente las bolsas de comercio, donde coticen tales valores negociables. Las entidades autorreguladas, por su parte deberán publicar de inmediato las comunicaciones recibidas en sus boletines de información o en cualquier otro medio que garantice su amplia difusión.

Esta obligación de publicación de las bolsas de comercio, sin embargo, esta limitada a las comunicaciones relativas al numero de opciones de compra o venta en poder de los *directivos* de la sociedad.

Debería establecerse, para alcanzar un grado máximo de divulgación y publicidad, la obligatoria comunicación a las entidades autorreguladas [Bolsas de Comercio] de *toda* distribución de opciones sobre acciones no sólo a los directivos sino también a los empleados y, en su caso, a terceros. Como señalamos, esto permitirá que el mercado tome debida nota de la cantidad máxima de acciones que la sociedad deberá emitir en un futuro, pudiendo considerar dicha circunstancia al determinar el precio de cotización de la acción³³.

Cierto es que el art. 67 del Decreto impone la publicación y registración de las decisiones de la Asamblea y el Directorio que decidan la emisión de opciones sobre acciones. La cuestión a decidir, sin embargo, es si esta publicidad en el Boletín Oficial será suficiente para lograr una eficiente y plena divulgación de todas las opciones emitidas o si una expresa comunicación a las entidades autorreguladas se impone, tal como está hoy dispuesto con respecto a las *stock opti-*

³² Art. 5, inc. c) del Decreto 677/01.

³³ En la actualidad en los Estados Unidos existe un importante debate acerca de la obligación de dar a publicidad no solo las opciones otorgadas a los directivos y empleados jerárquicos sino también *todas* las opciones emitidas por la sociedad [Ver US Securities and Exchange Commission, Proposed Rule: Disclosure of Equity Compensation Plan Information, Rel. N° 34-43892, Jan. 26, 2001]. La propuesta de modificación a las actuales normas de la S.E.C. puede consultarse en <http://www.sec.gov/rules/proposed/33-7944.htm>. Actualmente en los EEUU las normas legales requieren dar a publicidad las principales características de los planes de compensación cuando se remite el plan a los accionistas vía *proxy statements* a fin de que dichos accionistas decidan sobre el mismo. La crítica al sistema actual se basa en que dicha publicidad requiere referirse solamente con respecto al plan de compensación sobre el cual los accionistas deben decidir, sin mencionar la totalidad de los mismos en existencia. Precisamente el fundamento de dicha norma está en que el mercado se informe sobre el máximo grado de dilución que podrán sufrir sus acciones si efectivamente todos los titulares de opciones [normalmente empleados jerárquicos, directivos y demás empleados] ejercen las opciones. La propuesta cuenta con la firme oposición de importantes empresas que han basado parte de su crecimiento en la emisión de stock options, entre ellas Microsoft [Ver *Criticism for S.E.C. Options Plan*, New York Times, Julio 29, 2001, Sección 3, p. 7].

ons otorgadas a directivos.

3) *Adopción de Planes de Compensación que involucren Opciones de Acciones sin la previa Aprobación de los Accionistas*

Este potencial riesgo de las opciones está en realidad adecuadamente solucionado en nuestro derecho con el requisito previsto en el nuevo art. 67 de la 17.811 recientemente sancionado por el Decreto 677/01.

Dicha norma acertadamente requiere la previa autorización de la asamblea de accionistas cuando se decida la emisión tanto de opciones sobre acciones a emitir como de valores convertibles en acciones. Nótese, sin embargo, que la simple aprobación asamblearia no tendrá por inmediato efecto la emisión de las opciones sino que el momento de dicha emisión, así como las restantes condiciones y términos de las opciones [fundamentalmente el precio de ejercicio de las mismas] será normalmente materia de decisión del Directorio.

En los EE.UU. este problema, en cambio, es objeto de continua discusión y análisis. Como es sabido, el derecho societario en EE.UU. es derecho cuya regulación es facultad exclusiva de los diferentes estados [provincias]. En la mayoría de los estados se permite la adopción de los *stock options plans* sin previa aprobación de la asamblea de accionistas, siempre las acciones a distribuir estén dentro del número de acciones autorizadas por el Estatuto. De superarse dicho límite, será necesario una modificación del Estatuto, lo que requiere en todas las jurisdicciones previa aprobación de accionistas³⁴.

Es también importante tener presente que tanto la New York Stock Exchange [NYSE] como la American Stock Exchange [AMEX] y la National Association of Securities Dealers Automated Quotation [NASDAQ] requieren a las sociedades abiertas cuyos títulos cotizan

³⁴ Solamente Alaska, Hawaii, Maine, New Mexico, South Dakota, Vermont y West Virginia requieren dicha previa autorización cuando las acciones a emitir como consecuencia de las opciones otorgadas estén dentro del máximo de acciones autorizadas por el Estatuto. Dentro de este grupo se encontraba también New York como la principal excepción al sistema general de los restantes estados; sin embargo a partir de Octubre 11, 2000, la ley de sociedades de New York – Business Corporation Law – fue reformada, requiriéndose ahora la aprobación de los accionistas de un plan de stock options solamente para las sociedades cerradas, es decir, aquellas cuyas acciones no coticen en alguna Bolsa de Comercio [normalmente la Bolsa de Comercio de Nueva York, NYSE] o en el NASDAQ. Puede verse US Securities and Exchange Commission, Proposed Rule: Disclosure of Equity Compensation Plan Information, Rel. N° 34-43892, Jan. 26, 2001, nota 21, citada en nota 33. Ver también Richard H. WAGNER & Catherine G. WAGNER, *Recent Developments in Executive, Director, and Employee Stock Compensation Plans: New Concerns for Corporate Directors*, 3 Stan. J.L.Bus. & Fin. 5, 13 (1997).

en sus respectivos mercados la aprobación de los accionistas de dichos planes que incluyan opciones de acciones cuando las mismas han de ser distribuidas a los directivos o empleados jerárquicos³⁵. No existe, en cambio, obligación alguna a nivel de las Bolsas de Comercio de lograr la previa aprobación de accionistas cuando las opciones hayan de ser distribuidas entre los empleados de la sociedad emisora.

Finalmente, la ley impositiva norteamericana impone igualmente la previa aprobación o posterior ratificación de los accionistas para que las opciones puedan gozar de los beneficios impositivos³⁶.

4) *Modificación del Precio [repricing] de las Opciones*

Quizás el principal aspecto conflictivo en relación a las stock options es el riesgo del *repricing* o modificación del precio de las opciones.

El *repricing* se origina a partir de que el valor fijado para las opciones termina siendo superior al valor de mercado de las acciones. Supongamos, por ejemplo, que un empleado recibe opciones para comprar acciones de la sociedad a \$ 20 la acción y el empleado cuenta con los beneficios provenientes del ejercicio de la opción como parte de su total remuneración. Si la acción luego de ser otorgada las opciones, pierde valor y pasa a cotizar a \$ 15, quedándose allí, la opción recibida por el empleado obviamente no es ejercida y termina careciendo de valor alguno³⁷. Esta situación común cuando el mercado de capitales se encuentra en baja provoca, por supuesto, malestar en todos aquellos ejecutivos y empleados que recibieron parte de sus remuneraciones en opciones que han devenido papeles sin valor. Como solución a este problema y como forma de retener los ejecutivos, las empresas acuden al *repricing* de las opciones, llevando el precio de

³⁵ Ver NYSE, NYSE Listed Company Manual, section 312.03 (a); American Stock Exchange ("AMEX"), AMEX Company Guide, sections 710 - 713; Nasdaq Stock Market Rule 4460 (i) (1) (A), NASD Securities Dealer Manual (CCH).

³⁶ El Internal Revenue Code [IRC] Sección 422 (b) (1) impone la aprobación dentro de los doce meses anteriores o posteriores a la adopción del plan que disponga la distribución de opciones, para las llamadas ISOs [incentive stock options]. Asimismo, IRC Sección 162 (m) (4) (c) autoriza a las sociedades a deducir impositivamente la remuneración de sus ejecutivos superior a U\$S 1.000.000 siempre que la misma haya sido efectuada de acuerdo a un plan de compensación por performance o resultado que debe ser previamente aprobado por los accionistas. Ver WAGNER & WAGNER, *ob. cit.* en nota 34, p. 14.

³⁷ Como ya mencionara, no es en realidad exacto concluir que las opciones carecen de valor si el precio de ejercicio es inferior al precio de cotización. El valor de dichas opciones, en realidad, deriva de la posibilidad de que la acción alcance el valor de ejercicio fijado en la opción. Ciertamente, sin embargo, que cuanto más improbable es dicha primera posibilidad, menos valor tiene la opción.

ejercicio de las mismas del original \$ 20 a \$ 10, lo que devuelve “mágicamente” el valor de la opción.

Sin embargo, y más allá de las buenas intenciones para eliminar el malestar de los ejecutivos y empleados, dicha actividad no hace sino potenciar el efecto dilusivo de las opciones, produciéndose claramente una transferencia de valor de los accionistas hacia los titulares de opciones, sin que el principal objetivo de las opciones [aumento en la cotización de la acción como consecuencia de la mayor motivación y dedicación en los empleados] se haya producido³⁸.

A manera de justificación para realizar esta modificación del precio de las opciones, las sociedades – empleadoras argumentan que las *stock options* pierden su objetivo de incentivo si el precio de cotización de la acción desciende tan significativamente respecto al precio de ejercicio que las posibilidades de ejercicio de las opciones resultan altamente restringidas cuando no directamente eliminadas. En consecuencia, para restaurar la incentivación en los directivos y empleados, la sociedad se ve obligada a reducir el precio de ejercicio de las opciones existentes, llevándolas o bien a un precio cercano al valor de cotización de la acción o bien a un valor superior a dicho precio³⁹.

Una posible solución a este problema que no elimina el perjuicio a los accionistas pero al menos acerca algo de justicia requiere que el *repricing* se realice si bien a un precio inferior al originalmente convenido para las opciones, a un precio superior al cual las acciones están cotizando en dicho momento. De otra manera si se modifica el precio de ejercicio de la opción disminuyendo el mismo al precio de cotización de la acción en dicho momento, el principal objetivo de las *stock options* de motivar e incentivar al personal y directivos de la empresa desaparece y los únicos perjudicados son los actuales accionistas que no reciben los beneficios provenientes de las opciones⁴⁰.

³⁸ Puede verse *Dispelling the Myth that Options Help Shareholders*, New York Times, Julio 29, 2001, Section 3, p. 1 (expresando que la modificación en el precio de las opciones representa un regalo para los directivos y empleados que los accionistas no reciben)

³⁹ Ver Randall S. THOMAS & Kenneth J. MARTIN, *ob. cit.* en nota 13, p. 43.

⁴⁰ En los Estados Unidos, como forma de desincentivar la práctica del *repricing*, a partir de Diciembre de 1998, se ha establecido la obligación de computar como gasto a los fines contables aquellas opciones que han sido objeto de *repricing*. Se considera *repricing* de opciones la cancelación de las opciones existentes seguida de una distribución de nuevas opciones a un precio inferior de ejercicio dentro de los seis meses de realizada la cancelación de opciones. Igual consecuencia se dispone para el supuesto que se decida primeramente distribuir opciones y posteriormente se decida la cancelación de opciones ya existentes, con un precio de ejercicio superior al de las opciones distribuidas, si ambos pasos se realizan dentro de un periodo de seis meses.

Nuestro derecho no contiene normativa alguna con referencia al *repricing* de opciones. El ya mencionado art. 67 permite que la Asamblea de Accionistas delegue en el Directorio “la fijación de los términos y condiciones de su emisión y de los derechos que [las opciones] otorguen”. Dicha norma permite igualmente delegar en el Directorio “la fijación del precio de las opciones y el [precio] de las acciones a las que éstas den derecho”.

Tal como esta estructurado el régimen de las opciones, que *delega* en el Directorio facultades *propias y originarias* de la Asamblea [de otra manera no sería preciso hablar de *delegación*] no considero que el Directorio este automáticamente facultado para modificar el precio de las opciones, una vez fijado éste y distribuidas las opciones. En consecuencia, si las opciones terminan perdiendo su valor debido a la disminución del valor de cotización de la acción a un precio inferior al en aquellas fijado, deberá requerirse autorización a la Asamblea de Accionistas para modificar el precio de las opciones.

Del otro lado, en el supuesto que la Asamblea de Accionistas en forma expresa proceda a otorgar dicha autorización al decidir la emisión de opciones, no está del todo claro que el Directorio carezca de facultades para decidir el *repricing* de las opciones, de ser ello necesario para la sociedad.

De estimarse que el Directorio cuenta con dichas facultades, sin embargo, el *repricing* deberá formularse sobre las opciones existentes, sin que sea posible realizar una cancelación de las opciones ya otorgadas y una nueva emisión de opciones a un precio inferior. Esta última posibilidad, claramente, requerirá la previa autorización de la Asamblea ya que la sociedad está en realidad emitiendo nuevas opciones, siendo entonces de aplicación la primer parte del art. 67.

5) *Opciones otorgadas a los Directivos y el art. 261 de la LSC*

El nuevo art. 74 de la Ley 17.811 autoriza expresamente a las sociedades abiertas [aquellas autorizadas a hacer oferta pública de sus acciones] a remunerar a sus directores con funciones ejecutivas o técnico administrativas así como a los gerentes, con opciones de compra de acciones de la propia sociedad⁴¹.

⁴¹ El citado artículo requiere que se cumpla con los procedimientos y requisitos que a tales efectos establezca la Comisión Nacional de Valores. Las normas de la CNV sobre retribución al Directorio están reguladas en el Capítulo III del T.O. 2001 [según Decreto 368 y modif.], art. 1 al 10.

El riesgo de permitir la remuneración a directores, normalmente a propuesta directa o indirecta de ellos mismos, es que se terminen utilizando las *stock options* para evadir el máximo previsto en el art. 261 de la LSC. La principal complicación cuando de *stock options* se trata, sin embargo, es como determinar su valor al momento de su distribución.

Por supuesto que aquellas opciones otorgadas a precio inferior al de mercado son valiosas y mucho. Sin embargo difícilmente las mismas sean distribuidas entre los directores y gerentes ya que sería difícil encontrar una justificación para dicha conducta, donde los deberes del buen hombre de negocios aparecerían claramente violentados.

En consecuencia, normalmente, las opciones se emitirán con un precio de ejercicio fijado ya sea a valor de cotización de la acción en dicho momento o inclusive a un precio mayor al de mercado. El valor de estas opciones proviene de la posibilidad que la sociedad supere el precio de ejercicio. Es decir, su valor deriva de un hecho futuro donde la performance de la sociedad en general y de los directores en especial será sólo un elemento. Esta independencia entre el valor de la acción y la situación de la sociedad se encuentra potenciada en nuestro Mercado de Capitales actual, que refleja en realidad la temperatura general del país, más que nada a partir de sus obligaciones internacionales.

En ese contexto, se plantea la dificultad de decidir el valor de las opciones a fin de no superar el máximo de remuneración autorizado del 25% de las ganancias cuando se distribuyan dividendos o del 5% cuando no se efectuó distribución alguna.

El nuevo artículo 74 de la Ley 17.811 requiere que la Asamblea se expida sobre los siguientes tres puntos, al decidir la distribución de opciones a directores y gerentes:

1. Precio de las opciones: Es decir *cuanto* deba abonar el director [o gerente] para recibir las opciones. Habrá que analizar, para el supuesto que la sociedad decida entregarlas como bonificación, si rige la obligación de integración del precio con utilidades líquidas y realizadas o reservas libres [así está previsto en el art. 69 cuando se distribuyan, bonificadas, acciones destinadas al personal].
2. Precio de las acciones a que aquellas den derecho: Es decir el precio de ejercicio de las opciones [o sea el precio que abonaran los directores (o gerentes) para adquirir las acciones *independientemente* del precio de cotización de la acción en dicho momento].
3. Valor a computar a los fines del 261 LSC: Nótese en primer lugar

que el límite del art. 261 LSC es exclusivamente con relación a la remuneración de los directores no así con respecto a los gerentes, cuya remuneración depende de la negociación entre la sociedad [representada por los Directores] y ellos mismos⁴². Nótese, asimismo, que la Asamblea debiera estimar el valor a computar al momento en que las opciones son *otorgadas*, cuando en realidad no puede saberse lo que ocurrirá en el futuro con la acción subyacente. Esto sin dudas otorgará espacio a la Asamblea para arribar a una decisión que puede llegar a ser diferente en cada caso, más allá del precio que se fije para las opciones, si alguno, y del precio de ejercicio que se convenga. Sin embargo, para que esta decisión asamblearia pueda ser objeto de defensa, ante una posible impugnación administrativa o judicial, será fundamental que dicha decisión haya sido alcanzada por los accionistas en forma informada, con previo análisis de informes técnicos-contables sobre dicha valuación y con la abstención del voto de los directivos que iran a recibir las opciones, de ostentar estos tambien el carácter de accionistas.

El tema de la valuación de las opciones es, sin dudas, es el más problemático en este campo y su tratamiento exige conocimientos financieros y contables⁴³. Habrá que ver si la CNV o la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas [encargada de aprobar las Normas Contables Profesionales] emiten alguna resolución con respecto a este tema, indicando o sugiriendo el método para valorar las opciones.

La complicación, sin embargo, no hace sino plantear la dificultad de adecuar el estricto régimen no disponible del art. 261 LSC [de singular importancia para las sociedades cerradas con distintos grupos accionarios] con el sistema de las *stock options* en las sociedades abiertas [donde básicamente la ganancia a realizar es un número abierto, que crece y crece con el aumento de cotización de la acción]

⁴² Este escenario plantea una situación de potencial conflicto, ya que puede no existir una buena defensa de los intereses de la sociedad por parte de los directores al negociar la remuneración de los gerentes, siendo los accionistas los últimos perjudicados por dicho accionar. Ver nota 6.

⁴³ En los Estados se utiliza para valorar las opciones la fórmula conocida como *Black-Scholes* formula [a partir del nombre de quienes la desarrollaron]. Esta fórmula es sugerida en el *Financial Accounting Standard* 123 "Accounting for Stock-Based Compensation" (FAS-123). Puede verse Nancy M. CZAPLINSKI, *How to Value and Treat Options*, 12 American Journal of Family Law 15 (1998).

6) *Tiempo de Otorgamiento de las Stock Options*

Finalmente, un elemento a tener muy cuenta cuando se analizan las *stock options* a distribuir entre los directivos de la empresa es el tiempo en que dichas opciones son distribuidas.

Es preciso recordar que los mismos directivos que están en poder de los principales índices económicos sobre la sociedad, o sobre algún tipo de información reservada que aun no ha llegado al mercado y no se encuentra por ello incorporada al "precio" de la acción, son quienes recibirán los beneficios al ejercitar, luego de otorgadas, las opciones por recibir. Recordemos también que corresponde a dicho Directorio fijar los "términos y condiciones de su emisión y de los derecho que [las opciones] otorguen".

Existe así el riesgo que dichas opciones sean distribuidas por la sociedad a los directivos [a partir de la decisión de ellos mismos, una vez lograda la aprobación asamblearia] en una fecha especialmente elegida anterior a la divulgación de cierta información que dichos directivos ya poseen y que con un elevado grado de probabilidad provocará el aumento en el valor de cotización de las acciones. De permitirse esta circunstancia se provoca nuevamente la eliminación del principal objetivo de las opciones sobre acciones, cual es el de motivar e incentivar a los directivos en este caso para que aumenten su nivel de dedicación y trabajo para así lograr el aumento en el valor de cotización de las acciones.

Al elegir los directivos un tiempo especial anterior a la llegada al mercado de cierta información relevante y sustancial que [en un alto grado de probabilidad] provocará la suba del valor de la acción, dichos directivos en realidad están haciendo utilización de información reservada. Dicha conducta debe considerarse comprendida dentro de la prohibición establecida en el art. 7 del Decreto 677/01, titulado [Deber de Guardar Reserva], que impone a los directores y administradores⁴⁴ y en general, a cualquier persona que en razón de su cargo o actividad tenga información acerca de un hecho aún no divulgado públicamente y que, por su importancia, sea apto para afectar la colocación o el curso de la negociación que se realice con valores negociables con oferta pública autorizada, la obligación de guardar estricta reserva y abstenerse de ne-

⁴⁴ El artículo menciona a las siguientes personas entre los obligados a cumplir con el deber de guardar reserva: directores, administradores, gerentes, síndicos, miembros del consejo de vigilancia, accionistas controlantes y profesionales intervinientes de cualquier entidad autorizada a la oferta pública de valores negociables. Ver art. 7 Decreto 766/01.

gociar hasta tanto dicha información tenga carácter público.

De igual modo el art. 33 del Decreto 677/01, bajo el título [Prohibición de Utilizar Información Privilegiada en Beneficio Propio o de Terceros. Acción de Recupero], dispone que las personas mencionadas en el referido art. 7 no podrán valerse de la información reservada allí referida a fin de obtener, para sí o para otros, ventajas de cualquier tipo, deriven ellas de la compra o venta de valores negociables [donde obviamente están comprendidas las opciones] o de cualquier otra operación relacionada con el régimen de la oferta pública.

Es de esperar, en consecuencia, que los directores, administradores y personal jerárquico de la sociedad se comporten de acuerdo al *deber de lealtad y diligencia* que la misma ley requiere. El standard de conducta al cual dichas personas deberán adecuar su accionar esta descrito en el art. 8 del citado Decreto, disponiéndose que los mencionados deberán “actuar con la diligencia de un buen hombre de negocios en la preparación y divulgación de la información suministrada al mercado...”

Finalmente, es también de esperar que la labor de control del Comité de Auditoría ayude a restringir, cuando no eliminar, la posibilidad de elección por parte de los Directivos de un momento *especial* para la distribución de las opciones a ellos mismos⁴⁵.

VII. CONCLUSIONES

En un escenario de recuperación del Mercado de Capitales, las opciones sobre acciones representarán un importante instrumento para las sociedades cotizantes con el fin de atraer y retener los empleados y directivos más capacitados y alienar los interés de los mismos con aquellos de los accionistas, en pos de un objetivo común de creación del valor para los accionistas.

El uso de las opciones, sin embargo, plantea algunas preocupaciones, fundamentalmente en relación al efecto dilusivo que las mismas puedan provocar en los accionistas, vía excesiva utilización de las opciones o vía modificación del precio de las mismas, una vez otorgadas.

El derecho de suscripción preferente es el instrumento previsto en nuestra legislación para atenuar dicho potencial riesgo de licuación.

⁴⁵ El Comité de Auditoría debe esta compuesto por una mayoría de directores independientes, y tiene la obligación de opinar, entre otras cosas, sobre la razonabilidad de “...los planes de opciones sobre acciones de los directores y administradores de la sociedad que formule el órgano de administración” [Art. 15 inciso e) del Decreto 766/01].

La reglamentación prevista en el Decreto 677/01, sin embargo, al remitir a la ley de obligaciones negociables para el tema, no resulta enteramente acertada. Habría sido más conveniente establecer un régimen especial, donde se diferencien las opciones a entregar a empleados [donde la posibilidad de suspensión del derecho de preferencia por la Asamblea debería ser de más fácil implementación] de aquellas opciones a entregar a directivos [donde el problema de conflicto de intereses aumenta, más aún si los directivos son asimismo accionistas y utilizan las opciones para eternizarse en el cargo]. En este último caso, asimismo, deberá estarse atento a que los directivos no “elijan” el momento para distribuir las opciones previo a la divulgación de buenas noticias al Mercado.

La publicidad sobre las opciones otorgadas por la Sociedad deberá establecerse de la manera más clara e íntegra posible, con comunicación a las Bolsas de Comercio sobre todas las opciones distribuidas por la sociedad y el máximo número de acciones que la misma podría eventualmente emitir, de ejercitarse aquellas.

Salvo que en forma expresa la Asamblea delegue en el Directorio la autorización para modificar el precio de ejercicio de las opciones [de ser ello necesario para proteger el interés social], dicha modificación en las opciones ya distribuidas requerirá nueva autorización de la Asamblea.

Finalmente, con relación al tema del valor de las opciones y el límite del art. 261 LSC, habrá que esperar si la CNV o la entidad reguladora de las normas contables en nuestro país deciden emitir una resolución sobre la manera de efectuar dicha valuación. más allá de ello, para que una decisión asamblearia sea respetada en sede judicial, la misma deberá haber sido alcanzada en un voto *informado* de los accionistas, previo análisis de las posibles valuaciones estimadas preferentemente por profesionales con conocimientos financieros-contables, y con la abstención en la votación de los directores y gerentes que posean acciones. De impugnarse judicialmente la misma, finalmente, la valoración de la conducta de los accionistas y la computación del valor de las opciones, deberá realizarse al tiempo de otorgamiento de las opciones.