

Ética de la retribución de los altos directivos mediante el sistema de opciones sobre acciones (*stock options*)

ANTONIO M. ARROYO RODRÍGUEZ, ESTHER VAQUERO LAFUENTE

Introducción

El objeto de este artículo no es tratar la problemática de las opciones sobre acciones desde el punto de vista de su uso, ya sea con una finalidad especulativa o con una finalidad de cobertura. Tampoco se va a entrar en el análisis de los *Employee Stock Option Plans* (E.S.O.P), es decir aquellos planes de opciones sobre acciones que se diseñan para todos los empleados de la empresa¹ sino que se pretende explicar y razonar hasta qué punto las opciones sobre acciones son un instrumento financiero ético, cuando éstas son diseñadas por un alto cargo del Consejo de Administración de la empresa, alto cargo que es el principal ejecutivo de la sociedad (C.E.O.²), domina el Consejo de Administración y es su Presidente.

Para poder abordar con éxito este asunto, primero se van a explicar brevemente en qué consisten estos instrumentos financieros, obviando las consideraciones fiscales que son características y propias de cada país.

Las opciones sobre acciones: generalidades

Un contrato de opción es un contrato que concede a su titular (comprador de la opción) la posibilidad de ejecutar o no el contrato en la fecha de vencimiento (día fijado en el contrato que debe realizarse, si el comprador quiere, la compra o la venta del activo subyacente). El comprador, a

cambio de tener esa posibilidad de elección, debe pagar un precio, denominado prima. Las opciones pueden ser de compra (*call*) o de venta (*put*). La opción *call* da derecho al titular a comprar unas acciones u otro activo subyacente a un precio dado en un momento determinado o durante un cierto plazo. Mientras que la opción *put* da derecho al comprador a vender unas acciones u otro activo subyacente a un precio dado en un momento o durante un plazo determinado.

Como se ve, las opciones sobre acciones otorgan un derecho que no es de obligado cumplimiento: se puede renunciar a ejercitar la opción. Por ello se arriesga muy poco, es decir se invierte muy poco dinero ya que el “llamado efecto” apalancamiento hace que invirtiendo una pequeña cantidad de dinero (esto es, la prima) podamos, si se desea, adquirir muchas acciones que tienen un valor muy elevado, de manera que la relación (el multiplicador) entre el dinero invertido y el potencial beneficio es muy alto. Claro que no hay que olvidar uno de los principales axiomas del mundo financiero “a más riesgo, más rentabilidad” que, extrapolado a este caso, significa que unas perspectivas tan elevadas de beneficios acarrearán un riesgo elevado que habría que sopesar.

Cuando las opciones sobre acciones se emplean como complemento a la retribución dineraria que el directivo percibe, en concepto de retribución variable en función de objetivos, pueden surgir conflictos éticos. El motivo es que la retribución final

que recibe el directivo queda vinculada solamente a la cotización bursátil, de manera que cuanto mayor sea el precio de la acción en bolsa, mayor será la plusvalía que el directivo consiga con las opciones, y el directivo es quien controla la cantidad y calidad de información que sale al mercado, información que usarán los analistas para emitir sus informes, de manera que podría (si no se guarda un serio código ético) manipular la cotización, al menos en parte.

El sistema de retribución de opciones sobre acciones

A la hora de fijar un sistema de retribución de opciones sobre acciones se suele seguir una serie de pasos que se detallan a continuación.

En primer lugar se tiene que definir el número de acciones que se tiene derecho a adquirir (*grant*) por cada opción. También se determinará el precio de ejercicio (*strike price*) o cantidad monetaria que hay que abonar en el momento de ejercicio de la opción, así como la fecha en que la sociedad concede las opciones a sus directivos.

Otros factores importantes son el tiempo o período de exclusión o fidelización, y el período de ejercicio. El primero, período de exclusión, se refiere al tiempo durante el que las opciones no pueden ejercitarse. Mientras que el otro, el período de ejercicio, hace referencia a cuándo comienza y cuánto dura el plazo durante el que las opciones podrán ser ejercitadas, de manera que cuando el período finaliza, las opciones no ejercitadas expiran.

Otra fecha de especial relevancia es la fecha de venta de la acción obtenida mediante opciones, es decir cuándo (en caso de haber ejercitado la opción y haber comprado las acciones correspondientes al precio establecido en la opción) se van a poder vender esas acciones y obtener, así, una plusvalía. Suele ser práctica habitual que el ejercicio de la opción y la venta de la acción sean simultáneas (a lo que se denomina *same day sale*). En muchas ocasiones el directivo no está interesado en poseer las

acciones, sino en conseguir la plusvalía en un momento dado. En este caso, será la sociedad quien ejercitará las opciones, y venderá las acciones en bolsa ese mismo día, abonando, posteriormente, al directivo el importe neto de la ganancia.

Por último, hay que destacar que estas opciones diseñadas especialmente para remunerar a directivos, por el hecho de ser eso, “una remuneración variable adicional a los directivos”, no suelen poder ser vendidas libremente en el mercado. De ahí que otro aspecto que tiene que quedar claro a la hora de elaborar un sistema de retribución de opciones sobre acciones es si aquéllas van a ser transferibles (en caso contrario, que es lo más habitual, deberá constar que están sujetas a la condición de permanencia del directivo en la sociedad) y, si aunque no sean transferibles, en el caso de que el directivo falleciera, si los herederos podrían ejercitarlas³.

El uso de las opciones sobre acciones

El uso de los sistemas de retribución de opciones sobre acciones comenzó a utilizarse en 1950 en Estados Unidos. Fue entonces cuando el Congreso de los EE.UU. permitió que el impuesto sobre la plusvalía quedara diferido hasta la venta de las acciones obtenidas mediante el ejercicio de la opción. Se puede decir que fue básicamente este motivo fiscal el que dio el impulso necesario para que fueran surgiendo este tipo de sistemas de retribución.

Otro factor que contribuyó al aumento del uso de las opciones sobre acciones fue su forma de contabilización, por la que aunque en el fondo es un gasto de personal, en 1950 las autoridades contables norteamericanas permitieron que las sociedades que regalaban opciones sobre acciones no las contabilizasen como gasto. De esta manera parecía que salían gratis a la sociedad y así se podían emitir todas las opciones que se quisiera porque no repercutían en el beneficio final.

No obstante, el número de sociedades que contabilizan como gasto las opciones sobre acciones fue en aumento. Algunas de

las que ya lo hacían así son: Coca Cola, Citygroup, Bank of New York, Bank of America, General Motors, General Electric, UPC y Merrill Lynch.

Antes de 1952, los altos ejecutivos recibían acciones gratis o percibían metálico efectivo cuando se juzgaba que merecían algo más que su sueldo. En 1980 sólo la tercera parte de las grandes sociedades complementaba la retribución de sus altos directivos con opciones sobre acciones. Pero ya sólo en 1982, Frederick W. Smith, el principal ejecutivo de Federal Express, obtuvo de esta manera más de cincuenta millones de dólares.

En 1990, Michael Jensen y Kevin Murphy publicaron un artículo en el *Journal of Political Economy* incitando a que la retribución de los altos ejecutivos estuviera relacionada con los cambios en la cotización bursátil de sus sociedades. En 1994, el 70% de los grandes directivos recibía opciones sobre acciones. A continuación apareció una palabra nueva, la “mega-opción”, para significar una concesión que valiera más de diez millones de dólares. Pues bien, el 92% de los altos ejecutivos de las 200 mayores sociedades recibían mega-opciones en 1997. En ese mismo año, Michael Eisner, presidente de Walt Disney, ganó así quinientos setenta millones de dólares. En 1998, Mel Karmacin, principal ejecutivo de Columbia Broadcasting System (CBS) ejerció opciones sobre acciones por valor de casi doscientos millones de dólares.

En España, sin embargo, el uso de estos sistemas de retribución es mucho más reciente: el punto de inflexión tuvo lugar en 1993, momento desde el cual el uso de este tipo de opciones ha aumentado considerablemente. A modo de ejemplo, las siguientes empresas españolas (o sus filiales españolas) disponen de planes de retribución con opciones sobre acciones⁴: Altadis, Amper, BBVA, BSCH, Cortefiel, Iberdrola, Indra, Jazztel, Meta-4, Puleva, Repsol, Sol Meliá, Telefónica, Telepizza, Terra, Unión Fenosa, Amadeus, Bankinter, NH Hoteles y OHL, entre otras.

Análisis de la retribución mediante opciones sobre acciones

A la hora de analizar la bondad o no de la retribución mediante opciones sobre acciones, nos encontramos con dos posturas diametralmente opuestas: hay teorías que justifican su uso, mientras que otras veces se oponen rotundamente. A continuación se comentarán las dos posturas.

Teorías que justifican la retribución mediante opciones sobre acciones

Nos encontramos con dos teorías que justifican su uso: la teoría de la agencia y la teoría del contrato social añadido al contrato de trabajo.

a) El contrato de sociedad añadido al contrato de trabajo:

Como otros sistemas de retribución variable de los directivos, las opciones sobre acciones resucitan algunas teorías de participación del personal en el patrimonio. Hace 70 años, el jesuita Oswald von Nell Breunning, S.J. (uno de los grandes pensadores de la Doctrina Social de la Iglesia) propuso añadir al contrato de trabajo (salario fijo) un contrato de sociedad. Así el trabajador invertía parte de su salario en el patrimonio de la sociedad. Esta teoría se parece poco a las ideas posteriores.

b) La teoría de la agencia:

En 1976 Michael Jensen y William Meckling establecieron que uno de los principales problemas de la teoría de la sociedad era la relación entre el dueño (el accionista) y el directivo (su agente). Había nacido la teoría de la agencia. Los ejecutivos, más que mirar por sus empleados y sus clientes, tenían un único objetivo: maximizar el valor de la sociedad para sus accionistas. Y, ¿qué mejor procedimiento para incentivarles que darles opciones sobre acciones? Porque darles dinero en metálico reducía la tesorería de la sociedad, mientras que darles opciones no repercutía negativamente ni en el balance ni en la cuenta de pérdidas y ganancias. Darles acciones libe-

radas sometía a los directivos al riesgo de los altibajos bursátiles, mientras que darles opciones no les obligaba a ejercerlas. Así, el problema de la retribución de los altos directivos para conseguir que actuasen solamente a favor del interés del accionista (medido según la cotización bursátil) parecía resuelto.

En contra de la retribución mediante opciones sobre acciones

Aunque siempre ha habido voces en contra de la retribución mediante opciones sobre acciones, fue en 1992 cuando se dejaron oír con más fuerza. El presidente norteamericano Bill Clinton prometió en su campaña electoral de 1992 un cambio en la deducción fiscal que las sociedades podían emplear al declarar lo que se pagaba a los altos ejecutivos, de manera que limitó la deducción fiscal a un millón de dólares. Sin embargo, esta medida fue contraproducente, porque como las opciones sobre acciones no se consideraban sueldo normal, las sociedades tuvieron una razón más para pagar menos en sueldo y más en opciones, ya que tenían la consideración de retribución variable extraordinaria.

Posteriormente, en 1994, las autoridades contables intentaron que las opciones se contabilizaran como gasto. Tal cual se dice, todo quedó en un intento, ya que las empresas de nueva tecnología (Microsoft e Intel entre otras) hicieron una fuerte campaña en contra de este cambio en la contabilización.

Dentro del ámbito más académico, cabe destacar, en primer lugar, los aportes del profesor de la escuela Stern de Ciencias Empresariales de Nueva York (N.Y.U.), David Yermack. El profesor Yermack publicó en 1995 y 1997 dos demoledores artículos en el *Journal of Finance*, en los que insinuaba que los altos ejecutivos podían estar usando ilegalmente información privilegiada al elegir la fecha de ejecución⁵ de las opciones sobre acciones que habían recibido.

Por último hay que recordar lo que planteaba Alfred Rappaport (autor del libro de texto *La creación de valor para el accionista*): proponía que los precios de las opciones sobre acciones se relacionasen con los índices bursátiles, de manera que así se pudiesen evitar especulaciones y/o uso de información privilegiada. Sin embargo, ninguna empresa hizo caso a esta propuesta. Realmente sucedió lo contrario: las empresas buscaron argucias para que, incluso en una tendencia bajista, los altos ejecutivos siguieran ganando dinero con las opciones sobre acciones. Lo que hacían era cambiar el precio de ejercicio por otro menor.

A este respecto cabe destacar una empresa de nueva tecnología llamada "Advanced Micro Devices" que llegó a bajar seis veces el precio de ejecución de sus acciones con el objeto de que su fundador, Jerry Sanders III, pudiera ejercerlas, de manera que las opciones sobre acciones se transformaban en una máquina de hacer dinero y perdían, en apariencia, su objetivo inicial de remunerar a los altos ejecutivos en función de sus resultados.

Nombre	Sociedad	Millones de dólares
Larry Ellison	Oracle	706,1
Louis Gerstner	IBM	117,3
Charles Wang	Computer Associates	118,1
Steve Jobs	Apple Computer	40,5
Timothy Koogole	Yahoo	64,4
Douglas Daft	Coca-Cola	49,9
Geoffrey Bible	Philip Morris	44,3
Sandforf Weill	Citygroup	23,9

Tabla 1. Dinero ganado por altos ejecutivos en el año 2001 (excepto Larry Ellison, año 2000) gracias a las opciones sobre acciones. Fuente: Standard & Poor's Execom.

Problemas éticos de la remuneración con opciones sobre acciones

Los problemas éticos se pueden desglosar en dos: uso de información privilegiada; hacer que la cotización sea superior al precio de ejercicio de la opción.

Con respecto al primer punto, ya se ha comentado en párrafos anteriores, que

puesto que los altos directivos tienen acceso, en virtud de su cargo, a información privilegiada con anterioridad a que se haga pública, la pueden utilizar en su beneficio en este caso ejercitando las opciones cuando saben que van a obtener una ganancia mayor. Por ejemplo⁶, si los resultados de la compañía no son tan elevados como los analistas esperaban, cuando se hagan públicos, la cotización sufrirá un retroceso, de manera que como los ejecutivos son conocedores de ello antes de que se haga público, ejecutan sus opciones con anterioridad a ese momento.

En relación con el segundo aspecto, hay varios métodos, de muy dudoso nivel ético, con los que se puede lograr que la cotización sea superior al precio de ejercicio de la opción, ya que en este caso se estaría ganando ilegalmente dinero (habría plusvalías en caso de ejercitarse la opción). Uno de ellos consiste en la modificación del precio de la opción (operación denominada *repricing*). También se puede gestionar la autocartera, mediante compra de acciones de la empresa, logrando así que la cotización subiera. El problema para llevarlo a cabo reside en que se requiere que el directivo tenga las manos libres, pero esto se consigue de diferentes maneras:

- se puede hacer coincidir en la misma persona el cargo de presidente con el de principal ejecutivo;
- mediante la carencia de un comité de retribuciones⁷ en el seno del Consejo;
- a través del control del Consejo por parte del principal ejecutivo;
- por la falta de intervención de la Junta General en este tema.

Otra forma en que se puede manipular la cotización de las acciones es a través de prácticas contables que eleven artificialmente las cotizaciones. Howard Schilit (1993) publicó un libro en el que detalla y explica tales prácticas. Se basan, en líneas generales, en modificar la corriente e imputación de ingresos -aumentándolos- y de gastos -disminuyéndolos- que den lugar a un mayor margen operativo, por ejemplo:

- se pueden contabilizar los ingresos demasiado pronto;

- se pueden contabilizar ingresos que se sabe que no se van a producir;
- se pueden contabilizar como ingresos ordinarios, ingresos que realmente son extraordinarios;
- se pueden contabilizar en otro ejercicio (pasado o futuro) gastos del ejercicio actual, disminuyendo así la línea correspondiente de costes;
- se pueden contabilizar recursos ajenos en sociedades filiales, ofreciendo de esta manera una imagen de empresa más sólida en cuanto a la estructura financiera se refiere;
- se pueden activar gastos actuales para amortizarlos en un futuro.

Análisis de casos: Sunbeam (1996-2001) y Enron (2000-2002)

Sunbeam

La compañía Sunbeam se fundó en 1897. A lo largo de su historia ha sufrido, como es lógico, muchas vicisitudes: cambió de nombre, cotizó en bolsa, dejó de cotizar, quebró, volvió a bolsa, y ha tenido numerosos presidentes. El objeto social de Sunbeam era producir aparatos eléctricos como planchas, mantas eléctricas, tostadoras de pan, máquinas de afeitar, etc., fabricando más de 12.000 productos distintos. En el año 1996 contaba con doce mil empleados y veintiséis grandes fábricas. En esa fecha, su beneficio y su cotización habían descendido un 83% y un 52% respectivamente. Sunbeam tenía dos principales accionistas que poseían el 42% de las acciones, que habían sido compradas a bajo precio en una crisis anterior ocurrida en 1990. Ninguna firma quería comprar el control de Sunbeam.

Así las cosas, los mencionados accionistas pensaron que Albert Dunlap⁸, ejecutivo con reputación exigente, podría cambiar la marcha de la sociedad, mejorarla y enriquecer al accionista.

La primera medida que Dunlap adoptó en Sunbeam fue despedir a todos los directivos menos uno y sustituirlos por un equipo de 26 personas a las que él conocía de

otras “reformas” que había llevado a cabo en otras empresas (como American Can y Scott Paper). El mercado recibió favorablemente esta medida ya que el 19 de julio de 1996 las acciones de Sunbeam comenzaron a subir desde 12,50 dólares hasta alcanzar una cotización de 52 dólares en marzo de 1998, lo que supone una revalorización del 316% en veinte meses.

A continuación, Dunlap se centró en disminuir costes, principalmente costes de personal. Se despidieron seis mil empleados (aproximadamente el 50% de la plantilla total) y se redujo a mil quinientos el número de productos fabricados. Las fábricas, por tanto, también se vieron afectadas, y pasaron de ser veintiséis a solamente ocho. A su vez, los almacenes bajaron de sesenta y uno a dieciocho y las oficinas centrales se redujeron a una (antes eran seis).

Posteriormente, Dunlap se concentró en el mejor aspecto de su empresa. Vendió los productos para la agricultura, aire acondicionado y objetos para acampada y se quedó solamente con la sección de electrodomésticos.

Después Dunlap pretendió aumentar las ventas mundiales. Pensó que la única estrategia que podía seguir para alcanzar ese objetivo era modificar sus productos para que funcionasen también a 220 voltios y no sólo a los 110 voltios usado en los EE. UU. Llegado octubre de 1997, Dunlap comunicó a la prensa que la sociedad había quedado reformada en tan sólo quince meses. Tras ello, en marzo de 1998 adquirió tres compañías similares y la cotización alcanzó su nivel más alto. Sin embargo, Dunlap no consiguió permanecer en la empresa el tiempo requerido para poder ejercitar sus opciones, ya que comenzaron a circular rumores de que la contabilidad de Sunbeam no reflejaba la realidad.

De hecho, Dunlap y otros cuatro colegas contables suyos habían contabilizado como ingresos actuales facturas de entregas a sus distribuidores de productos en depósito. A continuación tuvo lugar un pleito con algunos de los accionistas más importantes, a raíz del cuál Dunlap fue despedido el 13 de junio de 1998. Dos años y medio después, el 25 de enero de 2001, la Bolsa de Nueva

York suspendió la cotización de las acciones de Sunbeam y el 6 de febrero de 2001 la empresa suspendió pagos. El motivo principal de todo esto fue intentar subir la cotización a corto plazo, y no pensar en el largo plazo, ya que lo que interesaba a Dunlap y los demás directivos era que la cotización subiera lo máximo posible y se mantuviera justo el tiempo necesario para ejercitar sus opciones y obtener una sustanciosa plusvalía.

Enron

Enron era hasta el año 2002 la mayor compañía de electricidad del mundo. Surgió en 1985 de la fusión de Houston Natural Gas y de Intermoth. Enron fue clasificada como la sexta compañía más grande del mundo y llegó a alcanzar una cotización de 90,56 dólares (que fue su máximo histórico) en agosto de 2000, casi año y medio antes de que salieran a la luz las consecuencias de la dañina gestión que se había llevado a cabo.

En febrero de 2001, Jeff Skilling asumió el puesto de Director General, mientras que Kenneth Lay, su predecesor, se mantuvo como Presidente. Sin embargo, siete meses después, Skilling renunció por motivos personales, y Kenneth Lay reasumió el cargo de Director General. En esos momentos desde Wall Street se comenzó a exigir a la empresa información financiera más detallada. A partir de entonces comienzan a llegar a Bolsa malas noticias sobre la empresa.

El 16 de octubre de 2001, Enron informó de su primera pérdida trimestral en más de cuatro años. Posteriormente, el 6 de noviembre, Enron corrigió la cifra de ganancias desde 1997 hasta la fecha. Los motivos que llevaron a esa rectificación fueron varios, pero de entre todos ellos cabe destacar una sobreestimación de las ganancias por un valor de 600 millones de dólares. A continuación, el 9 de enero de 2002, el Ministerio de Justicia abrió una investigación criminal contra la sociedad. Al día siguiente de dicha decisión, la cotización de la acción se derrumbó a 0,67 dólares, y una

semana después la Bolsa de Nueva York eliminó de su listado de valores negociados la acción de Enron.

En este caso, las opciones sobre acciones habían perdido su sentido original (involucrar más directamente al directivo en la marcha de la empresa, y remunerarle si hacía bien su trabajo) por culpa de la ligereza con que se dieron. A medida que más directivos acumulaban considerables participaciones individuales en opciones, la rentabilidad pasó a un segundo plano, siendo la prioridad inflar el valor de las acciones. El precio medio de entrada de los primeros 47 millones de opciones preferentes a Enron fue de unos 30 dólares, mientras que a finales de 2000 el precio de mercado de la acción estaba en 83 dólares.

Uno de los mayores problemas de esta compañía fue el tamaño que tomaron las *stock options*, que en agosto de 2001 alcanzaban una cuantía de casi sesenta mil millones de dólares.

Enron utilizó recursos contables para esconder su elevado nivel de deuda. Esto lo hizo mediante la utilización de cuentas de fuera de balance (varios centenares de sociedades filiales llamadas "*Special Purpose Entities*"). Éstas son cuentas no consolidadas que no se incluyen en el balance y que pueden tener un uso legítimo en varias circunstancias. En noviembre de 2001, Enron reconoció la existencia de estas cuentas que, al ser consolidadas en el balance de la empresa, implicaron un aumento de 628 millones de dólares en la deuda de la compañía y una reducción de 591 millones de dólares en sus beneficios.

Objeción ética al sistema de retribución a los altos directivos mediante opciones sobre acciones

El sistema de retribución mediante opciones sobre acciones no es injusto en sí mismo, ni adolece de una falta de ética. El problema reside en que es demasiado tentador, tanto que es muy difícil resistirse a ella. Para un alto ejecutivo puede resultar relativamente fácil y sencillo usar ilegalmente información privilegiada y manipu-

lar la contabilidad en aras de que la cotización alcance el nivel deseado. Incluso en el caso en que estas artimañas (algunas antes expuestas) fallen, siempre se puede recurrir al *repricing*, que como se indicó con anterioridad, consiste en cambiar el precio de ejercicio de la opción de manera que sí pueda compensar su ejercicio y se gane dinero.

A la hora de realizar un análisis ético, nos encontramos con diferentes argumentos, algunos más discutibles que otros. Dentro de los argumentos que se pueden esgrimir para achacar de falta de ética a este sistema de retribución, pero recordando que estos argumentos pueden ser puestos en entredicho, están los siguientes:

- causan desigualdad entre los empleados, de manera que surgen entre ellos envidias y desmotivación;
- aunque sea una forma de remunerar la buena labor del directivo, la remuneración variable así obtenida es desproporcionadamente cuantiosa;
- fomentan que el directivo busque el resultado a corto plazo y no lo busque a largo plazo, lo que va en contra de lo que debiera hacer.

Sin embargo, hay otra serie de argumentos que son indiscutibles a la luz de lo comentado en las páginas anteriores. Por una parte, debido a las cuantiosas ganancias que ofrecen, empujan a que el directivo manipule la cotización de las acciones en beneficio propio. Esto lo puede realizar de muy diversas maneras, entre ellas: usando ilegalmente información privilegiada, modificando el precio de ejercicio de la opción, incrementando la autocartera de manera que así aumenta el precio de la acción, eligiendo cuándo va a proporcionar al mercado noticias relevantes que van a influir en el precio de la acción.

No solamente el directivo se puede plantear manipular las cotizaciones, sino que también se va sentir más predispuesto a realizar fraudes contables, como por ejemplo: exagerar los beneficios, activar gastos, ocultar deudas en sociedades filiales, utilizar criterios contables diferentes según los países y hablar con los auditores para que el informe de auditoría no refleje ninguna irregularidad.

Referencias bibliográficas

- Cassidy, John, "The Greed cycle", en *The New Yorker*, 23 de septiembre de 2002, pp. 64-77.
- Fresno, B. del (*et al.*), "¿Las stock options se acercan a su fin?" en *El Mundo (Dinero)*, 11 de julio de 2003.
- Lafont, Isabel, "¿Son las "Stock options" un gasto?" en *Expansión*, 19 de agosto de 2002, página 5.
- Ibáñez Jiménez, Javier Wenceslao, *Stock Options*, Ed. Dykinson, Madrid, 2000, 299 páginas.
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure", en *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, pp. 306-360.
- Jensen, Michael C., and Kevin J. Murphy, "Performance pay and top-management incentives" en *Journal of Political Economy*, 98, 1990, pp. 225-264.
- Urquijo de la Puente, José Luis, "Los escándalos financieros y la caída de la Bolsa", en *Cámara (Arévalo)*, 2002, página 47.
- Yermack, David, "Do Corporations award CEO Stock Options effectively?" en *Journal of Financial Economics*, 39, 1995, pp. 237-269.
- Yermack, David: "«Good Timing»: CEO Stock options Awards and Company

News Announcements" en *The Journal of Finance*, Vol. LII, n° 2, Junio 1997, pp. 450-476.

¹ No se analizan pues no van a plantear ningún dilema ético. Los que aquí se estudian son los planes sobre acciones diseñados para algunos empleados de la empresa.

² *Chief Executive Officer*.

³ Por ejemplo, las opciones de la sociedad John Deere Ibérica permiten que las opciones se transfieran a los herederos durante un año después del fallecimiento.

⁴ Ibáñez (2000), página 24.

⁵ En función de la fecha de ejercicio hay dos tipos de opciones: las europeas y las americanas. Las opciones europeas sólo se pueden ejercitar el día de ejercicio, mientras que las americanas se pueden ejercitar cualquier día hasta el día de ejercicio.

⁶ Ya Yermack había denunciado el uso ilegal de información privilegiada para elegir el momento idóneo de la publicación de noticias relevantes y para elegir el momento en que ejercitar la opción.

⁷ Comité que está encargado de velar por la buena, transparente y ética gestión de las opciones sobre acciones y demás mecanismos de retribución.

⁸ Albert Dunlap había publicado en 1996 un libro titulado *Mean Business* donde explicaba los medios que él empleaba para cambiar la marcha de una sociedad y enriquecer al accionista: buscar un equipo directivo adecuado; reducir costes, aún los más pequeños; concentrarse en el mejor aspecto de la empresa; adoptar una estrategia