

LAS LLAMADAS *STOCK OPTIONS* Y LAS FÓRMULAS MÁGICAS DE LA CIENCIA JURÍDICA*

ANÍBAL SÁNCHEZ ANDRÉS**

SUMARIO: I. Presentación del problema y diferentes perfiles de las *Stock Options*. 1. Su común naturaleza de derechos potestativos de opción. 2. La falta de transparencia de su articulación en España. 3. Aproximación general a los sistemas de retribución de los administradores. 4. Por qué las *Stock Options* no son un simple sistema de retribución. 5. Variantes tipológicas de las *Stock Options*: el modelo USA. II. Las incongruencias y sesgos del discurso. 6. En los procesos de privatización. 7. En relación con el grado de competencia existente en el país. 8. El tema de la *fidelización* y el "precio de la autoestima". 9. La doctrina del *alineamiento* entre administradores y accionistas. 10. Otros riesgos y contradicciones. III. Sobre la legalidad de las *Stock Options*. 11. En relación a las opciones pagaderas en dinero. 12. (Sigue) Huida de la disciplina mercantil y uso alternativo del Derecho. 13. La articulación del pago en acciones en los sistemas anglosajones. 14. El tratamiento del problema en el Derecho español. 15. Luces y sombras de la última reforma legislativa.

I. PRESENTACIÓN DEL PROBLEMA Y DIFERENTES PERFILES DE LAS *STOCK OPTIONS*

El asunto de que aquí vamos a tratar ofrece un ejemplo excelente de esos temas extraordinariamente discutidos y polémicos, que parecen dispuestos a traspasar las antiguas y nuevas fronteras de un simple tratamiento técnico o doctrinal (que es método siempre más firme al ensayar la aproximación jurídica a cualquier materia) para situarse definitivamente en los terrenos un tanto movendizados de los temas de interés general y, por ello mismo, progresivamente sometidos también al escrutinio menos sólido y forzosamente no especializado de la

* Este estudio va destinado al Libro-Homenaje en preparación para el Prof. Sánchez Calero.

** Catedrático de Derecho mercantil en la UAM

opinión pública. Recordar el origen de la discusión, en las cuestiones que ahora nos ocupan es, pues, cosa necesaria para entender adecuadamente el verdadero alcance de los problemas. Y es precisamente por ese recordatorio por donde debe empezar cualquier replanteamiento del asunto, a conciencia de que un caso particular no suele ser suficiente para formular conclusiones de validez universal o compartida y tiene incluso el peligro de falsear en parte los datos del problema y la neutralidad de los planteamientos.

Es, en efecto, un hecho notorio que el tema de las llamadas “opciones sobre acciones”, mejor conocidas por su denominación anglosajona de *Stock Options*, se ha planteado entre nosotros al calor de un episodio de enriquecimiento desmesurado, producido de la noche a la mañana en una compañía recientemente privatizada, que no ha repartido dividendos para aumentar la cotización de sus acciones, que sigue conservando importantes cuotas de monopolio en la prestación de servicios que pueden considerarse casi de primera necesidad (telefonía local), y en cuyo consejo de administración se han sentado, se sientan o sentarán personas propuestas por el poder político, procedentes en algún caso de la función pública nacional, de las instituciones comunitarias de Bruselas encargadas del sector económico de referencia y hasta del organismo oficial encargado de supervisar la corrección de los procesos de privatización y colocación entre el público de las acciones correspondientes. Se comprende que circunstancias tan lamentables hayan contribuido a oscurecer innecesariamente el tratamiento desapasionado de un tema que, si por algo se distingue, es justamente por el *polimorfismo* irremediable que impone el tratamiento de los numerosos ángulos o perfiles que lo configuran; aspectos múltiples que en nuestro caso han sido despachados de manera igualmente interesada o discreta, a fin de reducir tan compleja fenomenología a un simple asunto, perfectamente aséptico, de *incentivos* salariales. En estas condiciones es comprensible igualmente que el peso de los argumentos se sustituya en ocasiones por el simple recuento del número de sufragios, y que, de uno y otro lado, proliferen planteamientos potencialmente unilaterales (incluso formulados de buena fe y amparados en la propia convicción) que, en mayor o menor grado, y auxiliados ocasionalmente por el posicionamiento de la prensa, tienden a orientarse de modo general a favor o en contra de la práctica mencionada¹.

¹. Además de otros artículos que se citarán en su lugar, el simple repaso de la diaria —por supuesto sin excesivas pretensiones de exhaustividad— muestra en relación al caso recordado dos aspectos muy importantes, a saber: la amplitud de la polémica que han suscitado las opciones de Telefónica y el dualismo de los planteamientos que la nutren, los cuales, con matices distintos y diferente orientación personal, pueden agruparse de forma relativamente fácil en posiciones preferentemente favorables o posturas adversas al sistema de *Stock Options*.

Aunque, por supuesto, aquí no vamos a examinar (y mucho menos a estudiar con detenimiento) todos y cada uno de los numerosos ángulos de esta nueva figura, cuyo trenzado recuerda la nervadura de las más floridas catedrales gótico-flamígeras, habrá que referirse cuando menos a sus paredes maestras, así como a sus principales elementos de sustentación, para que el contorno del edificio no resulte incorrectamente dibujado y, sobre todo, para decidir con conocimiento de causa si las pilastras sobre las que se asienta semejante construcción resultan suficientemente sólidas para soportar tan aparatoso edificio.

1. Su común naturaleza de derechos potestativos de opción

Algunas veces, según después se comentará, la figura que vamos a estudiar se articula por la sociedad como la facultad de pedir la entrega de acciones (mediante canje o suscripción) por declaración unilateral de los beneficiarios. En otras, la sociedad concedente tiene que acudir a una institución financiera para procurar cobertura al posible ejercicio de la referida potestad. En todos los casos, sin embargo, como su nombre indica las *Stock Options*, son opciones, y más precisamente opciones *contractuales*, ya que se conocen otras (v. g. los denominados *warrants* y en cierto modo las llamadas “obligaciones con-

Con mayor predilección hacia la primera línea puede verse Pablo FERNÁNDEZ (“La creación de valor para los accionistas”, *Expansión*, 26, Nov. 1999), Daniel VÁZQUEZ ALBERT (“Cómo no deben regularse las opciones sobre acciones”, *Cinco Días*, 22, Nov. 1999), Gaspar ARIÑO ORTIZ (“Las Stock Options y Telefónica”, *Expansión*, 21, Nov. 1999), José Ignacio ARRAIZ (“Nuevas alternativas de remuneración”, *Expansión*, 20, Nov. 1999), José Eugenio SORIANO (“Opciones sobre acciones y Derecho”, *Expansión*, 18, Nov. 1999), José Manuel DÍAZ ARIAS (“Opciones de compra sobre acciones”, *El País*, 14, Nov. 1999), Ricardo GÓMEZ-BARREDA (“Leña al mono”, *Expansión*, 12, Nov. 1999) y Eduardo AGUILAR (“Stock de coque”, *Expansión*, 12, Nov. 1999). Más críticos se muestran, en cambio, Andrés RECALDE (“La remuneración de los ejecutivos entre el Derecho y los Códigos éticos”, *El País*, 28, Dic. 1999), Juan Antonio GARDE (“Incentivos, enriquecimiento y mercado global”, *Expansión*, 26, Nov. 1999), José M^a TREVIJANO (“La creación de valor para el accionista”, *Cinco Días*, 22, Nov. 1999), Ignasi GUARDANS i CAMBÓ (“De finanzas y política”, *La Vanguardia*, 17 Nov. 1999), Manuel MARTÍN FERRÁN (“Arabesco lateral en Telefónica”, *ABC*, 14, Nov. 1999), Ignacio COELLO de PORTUGAL (“Stock Options: Cuestión de transparencia o de poder”, *Expansión*, 11, Nov. 1999) y José BAREA (“Legalidad y Ética en las opciones sobre acciones”, *La Razón*, 11, Nov. 1999). Durante el fin de semana que transcurre del 4 al 6 de Febrero, al calor de la rueda de prensa de Telefónica, cuyo presidente anunció la extensión del programa de *Stock Options* a todos los trabajadores y la posibilidad de adquirir acciones con importantes descuentos —adelanto calificado como en un “finta” de “efectos casi mágicos” por algún comentarista (Ramón PÍ, “Moralistas”, *ABC*, 6, Feb. 2000)— el interés no acallado por el tema se renueva; pero sin que realmente se le vengan a añadir más ni mejores argumentos, sino, como veremos, nuevos elementos de confusión.

vertibles”) que incorporan el derecho en que consisten a un documento revestido de las características de un verdadero título-valor². A pesar de esa desigualdad en el terreno de la documentación, la opción meramente contractual, igual que sucede con las titulizadas, genera un derecho potestativo o *Gestaltungsrecht*, en virtud del cual la parte concedente de la opción reconoce al beneficiario de la misma la potestad (que no la obligación) de exigir gratuitamente o a cambio de una prima (que, si existe, se pagará siempre, aun cuando la opción no se ejercite) la entrega de otro bien (en nuestro caso acciones de la propia sociedad concedente de la opción o de otras empresas vinculadas) a un precio determinado de antemano y que es distinto (en más o en menos) del que se supone alcanzará la acción de referencia en el momento de ejercitar aquel derecho. El primer factor de confusión al que es preciso referirse en el caso de las *Stock Options* tiene mucho que ver con esta caracterización; pues, a diferencia de lo que sucede generalmente en materia de opciones financieras, la prima que es necesario pagar para garantizarse el derecho a exigir el ejercicio de la mencionada potestad no la pone de su bolsillo el beneficiario, sino que viene adelantada o satisfecha sin coste por la sociedad concedente de la opción. Es por consiguiente capcioso sostener la validez de las *Stock Options*, sin más aclaraciones, sobre la idea de que cualquiera puede procurarse prerrogativas de ese tipo, acudiendo al mercado correspondiente. En primer lugar, porque no estamos hablando de las que cualquier interesado puede comprar por sí mismo gastando su dinero en el mercado de productos *derivados* donde se negocian opciones estandarizadas mediante contratos uniformes, sino de las algo distintas que una empresa procura individualmente (y en la mayoría de los casos sin coste alguno para ellos) a sus propios directivos, empleados, u a otras personas de su círculo de relaciones, con la intención de favorecerles y mejorar sus rentas; y, en segundo término, porque las que aquí más nos interesan se configuran “a medida”, como productos OTC (*over the counter*), articulándose mediante contratos celebrados entre la sociedad concedente y alguna institución financiera dispuesta a asumir el riesgo de tales apuestas, ya que ni por su volumen variable, ni tampoco por los plazos y formas de ejercicio u otras circunstancias múltiples (que ahora no es necesario puntualizar) es posible procurar cobertura a tales opciones (tanto si se liquidan en valores como si se pagan en dinero) a través de las modalidades “normalizadas” que se negocian dentro del mercado en cuestión³.

². A parte de otras concomitancias y diferencias (José M^a TREVIJANO “Opciones sobre acciones y obligaciones convertibles” *Cinco Días*. Opinión, 16, Febrero, 2000)

³. El mercado que venimos aludiendo es el mercado oficial de “futuros y opciones”, conocido como MEF “Renta Variable”. Para las opciones que cualquiera puede procurarse dentro del mismo en interés propio, y su diferente articulación jurídica, basta consultar respec-

2. La falta de transparencia de su articulación en España

La intrínseca dificultad del tema, que el simple esbozo de las cuestiones anteriores anuncia por sí sola, se ve multiplicada por la notoria *opacidad* con la que han empezado a proliferar entre nosotros este tipo de programas de opciones sobre acciones y también por el abuso de ciertos *comportamientos gregarios* o imitativos que, sin el necesario estudio crítico, han propiciado el trasplante y extensión de instituciones foráneas desde sus países de origen a otros sistemas jurídicos que funcionan con modelos corporativos y ordenaciones legales bastante diferentes. Luego habrá que volver sobre la diferente base legislativa que permite el funcionamiento de las *Stock Options* en otros países y, particularmente, en los anglosajones. Pero, aún siendo tales diferencias relevantes, no son capaces de explicar por sí mismas el ocultismo con que dicha práctica ha venido a incorporarse entre nosotros⁴.

Esta opacidad de los programas de opciones ofrece un aspecto intranquilizador, y que coloca de antemano la institución bajo sospecha, por dos razones bien distintas. Primero de todo, porque tal ocultismo no debería ser necesario si, como se dice y después discutiremos, fuera efectivamente exacto que tales programas van a contribuir a conciliar los intereses antagónicos de administradores y accionistas, colaborando así a que los gestores hagan mejor su trabajo, y *maximizando* de ese modo *el valor de la compañía* en la que también esos mismos ejecutivos van a participar, si efectivamente se procuran acciones de la sociedad mediante el ejercicio de la opción. Y, en segundo término, porque en el mundo actual la llamada filosofía de *full disclosure* (o información completa) no es simplemente uno de tantos *desiderata*, dentro de una abstracta política social, sino que constituye un principio ordenador central, expresamente sancionado por el Derecho positivo, por lo menos en el marco de los mercados de valores, donde precisamente cotizan

tivamente las voces "Mercado Financiero" y "Opción (financiera)" que yo mismo firmo en la *Enciclopedia Jurídica Básica* de CIVITAS, III, Madrid 1995, ps. 4280 y ss. y 4588 y ss.; y, más ampliamente, Javier IBÁÑEZ JIMÉNEZ, *Opciones normalizadas*, Madrid 1999. Sobre los aspectos técnicos y económicos es suficiente la consulta de cualquier manual al uso o el manejo de alguna exposición de conjunto (v. g. Ramón ADELL y Remedios ROMEO, *Opciones y Futuros Financieros*, Madrid 1997). Cabe finalmente conceder opciones sin prima alguna en los casos nº 13.

⁴ Y que también se ha denunciado en los países de origen por el más influyente (y hoy discutible) trabajo sobre la materia (Cfr., Michael C. JENSEN y Kevin MURPHY, "Ceo Incentives, it's not how much you pay, but how", en *Harvard Business Review*, 1990, p. 138 y ss. en especial p. 144)

la mayoría de las sociedades que tienen establecidos los mencionados programas de *Stock Options* (argumento *ex art.* 13 LMV). Tan relevante es este segundo aspecto que, de hecho, la óptica de la *transparencia* se ha convertido en la pieza principal bajo la que se contemplan recientemente los temas relacionados con la retribución de los administradores en el llamado *Código Olivencia* (1998), a la hora de formular las reglas de conducta que deben guiar el buen gobierno corporativo en las sociedades cotizadas (Punto 7, 4). Lamentablemente, sin embargo, en este como en otros puntos (v.g. carácter moderado de los incentivos), ese texto razonable en más de un aspecto ha tenido resultados paradójicos: porque, orientado a *individualizar* las percepciones que disfrutan cada uno de los gestores y a procurar un *desglose* suficiente de las diferentes partidas que componen el sistema retributivo correspondiente, su autoproclamada condición de catálogo de simples recomendaciones de aceptación voluntaria ha conducido a deslegitimar en cierto modo el ejercicio directo de las potestades que por Ley disfruta la CNMV para exigir información más completa a los emisores y sociedades cotizadas, tanto en virtud del referido artículo 13 (donde sin limitación alguna se le encomienda procurar la difusión de “cuanta información sea necesaria” para alcanzar los fines de la Ley), como también en aplicación de las normas dictadas después en su desarrollo⁵.

3. Aproximación general a los sistemas de retribución de los administradores

A incrementar semejante desviación, que no es pequeña, contribuye además la variada tipología que muestran las mencionadas *Stock Options*, según

⁵. Pueden recordarse aquí las disposiciones que al respecto se contienen en el Reglamento de Emisiones de 27 de Marzo de 1992 (Art. 18. 6) y, anteriormente, en el Real Decreto sobre OPAS de 26 de Julio de 1991 (Art. 17. 2). El carácter “gradual” (más que sugerido impuesto por el Código mencionado) en lo que toca a la aplicación de un sistema informativo sobre retribuciones, que ya venía prefigurado como información global en la regla Duodécima del artículo 200 de la LSA (por lo que un grado más sólo puede conducir a exigir al ulterior “desglose”), ha contribuido igualmente a la consolidación de una orientación contraria a la referida transparencia, resumida recientemente bajo la fórmula “De espaldas al Código. Las empresas incumplen el Informe Olivencia y la mayoría lo ignora” (*El País. Negocios*, 23, Enero, 2000). Que yo sepa, ninguna sociedad relaciona, por lo demás, esos esquemas retributivos con los temas de autocartera, operatoria de los administradores con acciones propias y con las doctrinas sobre oportunidades de negocio y conflicto de intereses que, como veremos, pueden ser aplicables al caso y también aparecen contempladas en aquel Código (Puntos 8.2, 8.3, 8.4 y 10.1)

luego se verá; aunque es conveniente aclarar de modo previo que los programas de opciones no suelen ser la única forma de retribución de administradores y ejecutivos, sino que se insertan en esquemas de articulación múltiple, cuyos principales componentes es oportuno recordar, antes de seguir más adelante. Es cosa efectivamente sabida por casi todo el mundo que los miembros de los consejos de administración y otros altos ejecutivos de las grandes sociedades no suelen estar mal pagados, por más que sean bastantes las leyes —no solo la española de Sociedades Anónimas en su artículo 130— que parten del principio general de que el cargo de administrador únicamente tendrá carácter retribuido cuando así se pacte en los estatutos sociales o sólo permiten dicha retribución en los concretos términos que la Ley previene⁶. En todo caso, y cualquiera que sea el concepto bajo el que se desempeñan las labores de gestión, es decir, tanto si se trata de puestos orgánicos, cuyo asiento se ocupa sobre la base de un nombramiento estatutario o derivado de un acuerdo de la Junta, como si hablamos de cargos ejecutivos que desarrollan tareas u oficios administrativos en virtud de una relación laboral (*officers*), lo cierto es que la retribución de semejantes servicios suele ser muy generosa y sigue creciendo exponencialmente gracias a las *Stock Options*⁷. Si, a fin de concentrarnos exclusivamente en las piezas centrales del mecanismo retributivo, prescindimos ahora de gabelas varias, que no precisamente desdeñables (uso o titularidad de automóviles e incluso aviones, seguros de grupo, tarjetas de crédito corporativas, etc.) y aun de los muy substanciosos planes de retiro o jubilación, lo normal será que los administradores de las grandes sociedades, singularmente en los países de capitalismo avanzado y aún en los sectores punta de los que no lo son tanto, sean precisamente los profesionales mejor pagados del espectro nacional. Y casi todos ellos disfrutaban suplementariamente, además de sueldos muy altos de por sí y dietas normalmente generosas por asistencia a las reuniones de los órganos en que intervienen o participan, algún tipo de incentivo o *bonus*. Con la particularidad de que sólo este último componente de la retribución (y a veces ni eso) suele depender en los tiempos actuales de

⁶ Cfr. por ejemplo art. 107 de la Ley francesa, 2389 de la italiana y 86 y 87 de la alemana. Todos ellos pueden consultarse en la recopilación de José M. EMBID IRUJO “*Derecho Europeo de Sociedades Anónimas*”, Ministerio de Justicia, Tomo XIV de “*Documentación Jurídica*”, 1987.

⁷ Vid. con carácter general Kevin MURPHY; “*Executives Compensation*” en Orley ASHENFELTER y David CARD (Eds.) *A Handbook of Labor Economics*, North-Holland 1998. En su libro puede encontrarse suficiente doctrina y datos. En el caso norteamericano baste decir que, según los ofrecidos por las *Trade Unions*, gracias a los programas de *Stock Options* la media de retribución de un CEO (*Chief Executive Officer*) ha pasado de ser 42 veces la de un trabajador de fábrica (año 1980) a suponer 419 veces las retribuciones de tales obreros en la actualidad (*The Economist*, 7 de Agosto de 1999, p. 18).

la efectiva consecución de ganancias por la corporación y, en su caso, del logro de determinados objetivos; ya que los otros dos se configuran, por lo general, como *gastos corrientes* y, en consecuencia, resultan *fiscalmente deducibles* a la hora de fijar el beneficio social sujeto al impuesto de sociedades y sobre el que va a medirse después, caso de acordarse, el dividendo de los accionistas⁸. En un proceso bien conocido y que no es cosa de desmenuzar en detalle, sucede además que tras la generalización del sistema de *bonus*, ese capítulo de “incentivos”, dentro de lo que llaman los anglo-americanos *executive compensation schemes*, ha ido enriqueciéndose progresivamente con un amplio catálogo de complementos, unas veces diseñados a “corto” y otras a “largo” plazo, y en ocasiones susceptibles además de acumulación (que no sólo concebidos como percepciones alternativas entre sí), lo que explica suficientemente el hecho, entre nosotros sistemáticamente silenciado, de que la literatura jurídica y la propia jurisprudencia foránea hayan planteado, como primera (que no única) providencia, enjuiciar semejante materia bajo la exigente lupa de la por ellos llamada *doctrina del despilfarro*. Tal doctrina se aplica cuando la compensación es *unfair* (cosa que tiene que ver en un mayor grado con el abuso del *self-dealing* —que luego mencionaremos— que con su cuantía), cuando se considera *excessive* (lo que se mide compárandola con otros casos y dificulta la función correctora del *test* cuando los mencionados programas de incentivos están generalizados), o resulta *unreasonable* (además del *test* anterior, aquí hay que valorar especialmente si padece *lack of consideration* —de equilibrio de la contraprestación— por razón de los servicios efectivamente prestados, cosa que por cierto suele apreciarse cuando la compensación se acuerda o ratifica a *posteriori*, que es curiosamente la mala solución que la reforma española patrocina para tratar de resolver los proble-

⁸ La conclusión de la doctrina más reciente en USA, de donde importamos los sistemas retributivos en cuestión, es inequívoca: “Estos esquemas de pago no guardan relación con la *performance* de la sociedad ni tampoco con la del administrador. Un director cobrará sus emolumentos y prebendas *no matter what*. La retribución no aumenta los años buenos ni disminuye en los malos. *Such a scheme provides no incentive*”. Se comprende que la *National Association of Corporate Directors (Commission on Directors Compensation)* haya propuesto la supresión radical de cualquier *consulting fee*, seguros de salud y de vida, manejo de fondos para fines de caridad, etc., recomendando que se pague preferentemente en acciones, con las cautelas que luego mencionaremos (Robert A. MONKS and Neil MINOW, *Watching the Watchers: Corporate Governance for the 21st Century*, Cambridge, Mass 1998, p. 187 y ss. y 208 y ss. No debe sorprender por tanto que algunos hablen ya de la necesidad de *Deconstructing “Pay for Performance”* (Ralph D. WARD, *21st Century Corporate Board*, New York, 1997, p. 262 y ss.); cosa sorprendente en un país que considera la “deconstrucción” una veleidad de pensadores izquierdistas.

mas —no confesados— que las *Stock Options* planteaban antes del cambio legislativo)⁹.

Pues bien, dentro de este marco muy generoso, las principales modalidades de las llamadas *Stock Options*, pues en verdad se trata de un tipo de incentivos de fisonomía notablemente variada, viene a erigirse como un componente más del sistema de retribución. Aunque se ha dicho que no estamos simplemente ante “modas norteamericanas” y que el uso de tales opciones no es fruto de decisiones empresariales caprichosas “sino de una densa y coherente literatura económica producida por economistas” (*sic*, y redundancia en el propio texto original), quien esté mínimamente familiarizado no ya, ni solamente, con los nombres de los autores que se citan, sino también con las ideas que al respecto se barajan para justificar las *Stock Options*, puede abrigar muy pocas dudas acerca de la genealogía de semejantes criaturas¹⁰.

4. Por qué las stock options no son un simple sistema de retribución

Los aspectos ya mencionados, empezando por el monto de la retribución, ponen sobre la mesa abundantes cuestiones éticas, que aquí no vamos a considerar, para evitar inmiscuirnos en asuntos muy delicados que atañen respectivamente a la libertad de conciencia y a la moralidad pública; por más que resulta perfectamente comprensible la actitud de quienes, procedentes de la clerecía o del siglo, se escandalizan al advertir que los administradores privados —que, aún sin semejantes

⁹ Cfr. por todos William L. CARY y Melvin A. EISENBERG, *Cases and Materials on Corporations*, Westbury, New York 1988, 1989, 1ª reimpresión de la edición de 1988, (aunque hay 7ª ed. de 1995 de la que no dispongo) p. 604 y ss. De momento basta retener la expresividad del nombre (*waste*), porque, cuando se dice que en los países pobres y en la gestión pública hay mayores riesgos de *corrupción* se olvida a veces que ese peligro existirá siempre (en lo público y en lo privado) si nos empeñamos en pagar barato cosas que tienen precios de “mercado” tan desproporcionadamente altos. *Servata distantia*, la solución de los países desarrollados del mundo occidental parece orientarse hoy a la conversión anticipada de los “favores” en servicio, procediendo al pago de oportunidades por adelantado y con carácter permanente, para evitar que los profesionales mal retribuidos sean sensibles a la tentación de cobrar “comisiones”, *coimas* u otros emolumentos indebidos. Quien ya está generosamente pagado, y confía seguir cobrando grandes sumas toda la vida, no suele poner en peligro tales ingresos por una “golosa” tentación ocasional. Y, en este sentido, algún trabajo muy conocido lo ha expresado bastante bien: es seguramente preferible hacerlo así, porque si tratamos a los ejecutivos como burócratas se comportarán como burócratas. Esta conclusión es la más recordada del artículo de Michael C. JENSEN y Kevin MURPHY cit., p. 138 y ss., hoy superado en bastantes aspectos, incluida la idea de *pay for performance* por ellos inventada y cuya deconstrucción hoy se reclama.

¹⁰ Las frases entrecomilladas son de Guillermo de la DEHESA, “En torno a las opciones de compra de acciones”, Diario *El País*, Opinión, 10 de Noviembre de 1999, p. 18.

incentivos, ganan mucho más que los gestores públicos y suponíamos imbuidos de mayor disposición a la eficiencia— tampoco parecen dispuestos a desplegar todo el esfuerzo necesario para cumplir las obligaciones propias de su oficio, si la *motivación* de la conducta no se estimula con el reconocimiento de oportunidades de negocio o de enriquecimiento personal de carácter extraordinario.

Pero, aun dejando a un lado la profundización sobre materias tan sugestivas, es conveniente advertir que esos aspectos éticos no son precisamente irrelevantes, entre otras razones porque la mayoría de ellos —y no simplemente el componente *oportunist*a que acaba de apuntarse— tienen también su propia dimensión jurídica, de modo especial cuando las opciones para adquirir acciones se las conceden a sí mismos quienes luego van a disfrutarlas (tema del *autocontrato* y tratamiento de los *conflictos de intereses*), que son precisamente también las personas con información mejor y más precisa sobre la marcha de los asuntos sociales (*insiders* natos) y además quienes efectúan las operaciones de compra y venta de las acciones propias de la sociedad en provecho de la compañía o de sí mismos (temas de “autocartera” y problemas del llamado *self-dealing*). Así pues, sin necesidad de entrar ahora en otros temas colaterales que luego se irán apuntando de pasada, es manifiesto para cualquiera que no esté deformado por el esquematismo de algunos planteamientos académicos, que el tema de las llamadas *Stock Options* no puede ni debe interpretarse como un asunto puro y simple de naturaleza salarial; y de hacerlo así, como luego veremos, estaremos amputando de manera ilegítima cuestiones transcendentales¹¹. Seguramente el método científico no sólo autoriza, sino que además impone, simplificar hasta donde tolere un conocimiento recto. Pero, por eso mismo, nunca debe hacerse pasar por coherente lo que no lo es; porque, más que otro profesional ninguno, el estudioso de Derecho está constitutivamente obligado a no “dar gato por liebre”, si se nos permite ahora el recurso a una expresión coloquial que es la que mejor expresa una actitud hoy tan necesaria como crecientemente abandonada.

A riesgo de resultar reiterativo, quiero insistir, sin embargo, en que aquí y ahora no trata de hacerse un *discurso moral*. Y, por esa razón, aunque me encuentro entre quienes piensan que la vida de los negocios forma parte del

¹¹. La más evidente la posibilidad de impugnar el contrato del administrador consigo mismo en caso de abuso del derecho, cosa que algunos reconocen (Juan HERNANDEZ MARTI, “Consideracions en torno a la autocontratación de los administradores en la sociedad anónima”, *Homenaje a Manuel Broseta*, II, Valencia, 1995, p. 1705 y ss., en especial 1725) y que en otros sistemas trata de solventarse de antemano imponiendo su aprobación por parte de los llamados *desinterested Directors* o por la Junta.

sistema social y, consiguientemente, me parece incorrecto y hasta imprudente cualquier pretensión de aislar las decisiones empresariales de sus efectos sobre la convivencia, en el enjuiciamiento de las *Stock Options* me atendré a la desnuda receta, que no comparto, de que “pocas tendencias pueden llegar a minar tan decisivamente la genuina fundamentación de una sociedad libre como la aceptación por parte de los gestores de las sociedades mercantiles de cualquier tipo de responsabilidad social distinta que aquella que consiste en hacer el mayor dinero posible para sus accionistas”. Desde esa idea de “maximización del valor de los socios”, hoy convertida también en la estrella polar por la que se orientan los experimentos propios y ajenos en materia de *corporate governance*, es desde la que nosotros vamos a plantear asimismo, tras un breve *excursus* sobre las formas que pueden revestir las *Stock Options*, los temas de legalidad de la figura y, primero de todo, su correspondencia o contradicción con semejante objetivo.¹²

Fuera del análisis queda el estudio de otros muchos aspectos, relacionados con los sistemas de control, que, como antes hicimos con la doctrina del “despilfarro”, sólo iremos apuntando sintéticamente. Y también, prescindiremos de analizar los aspectos laborales y fiscales de las *Stock Options*, que aquí pueden ser omitidos, para centrarnos exclusivamente en la perspectiva señalada; entre otras razones porque cuentan con abundante literatura entre nosotros y han merecido además trabajos muy estimables por especialistas de nuestra propia *alma mater*.¹³

¹² Proclamado asimismo en el *Código Olivencia* bajo la fórmula, hoy consuetudinaria, de “Creación de valor para el accionista”, que se eleva además en dicho Informe al papel de categoría definidora del “interés social” (Punto 1.3). Para el concepto y sus dimensiones, incluido el tema que nos ocupa, Cfr. RAPPAPORT, Alfred, *Creating Shareholder Value*. New York 1986. Trad. Esp. Deusto, Bilbao, 1998. Por lo demás, quien desconozca la autoría de la frase entrecuillada en el texto hará bien en leer *in totum* el libro de Milton FRIEDMAN (*Capitalism and Freedom*, Chicago 1962) que es un buen evangelio para la corriente de pensamiento que se apunta. En línea menos simplista, y también más próxima a la que yo prefiero, Sir Adrian CADBURY, “Ethical managers make their own rules”, en la obra de Andreas PRINDL y Bimal PRODHAN (Eds.), *The Act Guide to Ethical Conflicts in Finance*, Oxford 1994, p. 31 y ss.

¹³ Debo a la amistad del Prof. Carlos PALAO el conocimiento del que era el trabajo más representativo en la esfera tributaria (Manuel LUCAS, “Fiscalidad de las *Stock Options*: Un apunte”, 22, *Quincena Fiscal*, 1999, p. 9 y ss.), en tanto se publica el que él mismo ha escrito recientemente sobre el tema que nos ocupa (“Agitation in Spanish Law on Stock Options”, *Bulletin for International Fiscal Documentation*, en prensa). Y agradezco el no menor afecto que me dispensa el Prof. Miguel A. LIMÓN que me haya permitido consultar el muy documentado que tiene en preparación sobre el asunto (“El personal directivo: su configuración como relación laboral y su encuadramiento en la seguridad social”).

5. Variantes tipológicos de las *Stock Options*: el modelo USA

Dando por supuesta la caracterización general de las opciones sobre acciones que dejamos adelantada al principio de este trabajo, parece bastante claro que sólo desde las peculiaridades del sistema jurídico norteamericano puede entenderse, en efecto, la primera modalidad del fenómeno, llamada en Estados Unidos *Non-qualified Stock Options* (antes denominadas *non-statutory*) precisamente porque ni la opción misma ni las acciones a cuya adquisición dan derecho están fiscalmente “calificadas” para merecer el trato favorable que a la segunda categoría, llamada por ello mismo opciones “incentivadas” (o *Incentive Stock Options*), les confiere ese “estatuto” o régimen especial en la esfera tributaria. Régimen de favor progresivamente desmantelado con el paso del tiempo, y que desde 1988 ha quedado reducido a la posibilidad de diferir el pago del impuesto al momento en que se hagan plusvalías vendiendo las acciones antes conseguidas merced a una opción que no había generado renta en el momento de su concesión ni tampoco en el de ejercicio¹⁴.

Si prescindimos del referido aspecto fiscal y nos concentramos en los aspectos substantivos, son tres las principales modalidades que suelen revestir las opciones sobre acciones y que aquí y ahora nos interesan mucho más, porque sobre esos moldes han empezado a construirse en otros ordenamientos, incluido el español, a saber:

i) *Restricted Stock*, término de una gran vaguedad, bajo el que trata de reflejarse la idea de entrega de participaciones sociales bajo limitaciones diversas. Realmente lo que se concede al beneficiario no es una mera opción, sino verdaderas acciones que se van “revistiendo” de derechos a lo largo de diferentes períodos de tiempo (por ejemplo 1000 acciones en 10 años, que se irán atribuyendo en grupos de 333, y *vested* cada tres, siempre y cuando se permanezca en el puesto). Suelen emitirse y concederse estos RS a precios irrisorios (nunca por encima del nominal), parece que cobran dividendos (sólo por la parte *vested* o acciones efectivamente “adquiridas”) y pueden ser recomprados por la sociedad, en el caso de los *non-vested* al precio pagado por el ejecu-

¹⁴ Aunque la diferencia entre el precio de mercado de la acción y el de ejercicio de la opción quedaba sujeta a la posible aplicación del 21% *minimum tax* de los rendimientos del capital mobiliario; y además la tributación final de la plusvalía, tras la venta de la acción misma, se produce al tipo marginal de la renta ordinaria del contribuyente (Cfr. CARY EISENBERG, ob. cit. p. 625-627 y Robert CLARK, *Corporate Law*, Boston, Toronto, etc., 1986, p. 202-203 quien recuerda, por otra parte, que la sociedad *never gets a tax deduction for creating the Incentive Options*, ibídem. p. 210 y 211)

tivo (si lo hubo) y al que fije el propio Consejo de administración (tomando en consideración su precio en libros, el valor de mercado o el que ofrezca un tercero) en los efectivamente *vested*. Tales RS han sido ampliamente usados por empresas de alta tecnología que esperaban salir a Bolsa, reservándose los sus promotores y fundadores a precio inferior a las llamadas acciones preferentes, que eran en realidad sobre las que gravitaba el verdadero capital de riesgo. En caso de marcha de la sociedad, el beneficiario pierde únicamente la parte *unvested*, como parece lógico.

ii) *Stock Appreciation Rights*, que, como su nombre indica incluyen el derecho a recibir el importe de la diferencia de valor de la acción entre en el momento en que ese SAR se concede y el que la misma acción alcance en la fecha de ejercicio de la “opción”. Pueden pagarse en dinero o en acciones, generalmente a elección del beneficiario, y por tanto tienen que ser opciones “cubiertas” (*covered*). Tampoco es raro que se materialicen parcialmente en dinero (por la parte necesaria para pagar los impuestos que genera el plan de opciones) mientras que la porción principal se paga en especie. Y además estos SAR pueden llegar a ser completamente “desnudos” (*naked SAR*), si se articulan al margen de la concesión de opciones propiamente dichas y las acciones que le sirven de “nacional” o subyacente operan como simple módulo de referencia para calcular un incentivo o compensación variable en metálico por la que nada hay que pagar de antemano, y que tampoco generan tributación por rentas del capital (imaginemos que la acción cotiza a 500 dólares a la fecha de concesión del SAR y que ha subido hasta 550 dos años después, cuando el plan de incentivos se ejerce: pues bien el titular tendrá derecho entonces a recibir 50 dólares por cada acción que le corresponda).

iii) *Phantom Stock* que, como su nombre indica son acciones puramente virtuales, que se parecen a las anteriores con una importante diferencia: las que ahora estudiamos son casi siempre *bonus*, es decir se pagan en metálico y, por lo general su importe no se limita la diferencia del valor de la acción “fantasma” que le sirve de elemento de cálculo entre la fecha en que fue concedida la opción y el momento que el plan de “incentivos” recibe ejecución. En este caso, lo que el beneficiario cobra no es una simple diferencia de cotización, sino el valor total que la acción alcance en el futuro. Y aunque obviamente, al ser el pago en metálico, el beneficiario no tiene derecho de voto, sí recibe en cambio el equivalente a los dividendos repartidos durante el tiempo de duración del programa, porque se consideran “reinvertidos” en la compra de más *phantom stock*. Este es el modelo típico y más difundido de esta figura; pero la misma no constituye, sin embargo, un modelo uniforme. La referencia puede ser una opción sobre acciones y no la acción misma; en ocasiones puede

pagarse con valores y no en dinero; y tampoco faltan modalidades que reconocen el derecho a recibir exclusivamente dinero o acciones en la estricta cuantía de la simple *diferencia* de valor (que no por el monto total) que experimenta el subyacente en ese tiempo. La distinción con los *naked SAR* es entonces menos perceptible¹⁵.

II. LAS INCONGRUENCIAS Y SESGOS DEL DISCURSO

Según hemos adelantado, la incorporación de las *Stock Options* al ya rico catálogo de componentes que nutren los esquemas retributivos de los administradores, se basa en determinadas doctrinas económicas que conviene recordar y valorar con cuidado. Pero habiéndose producido la discusión sobre la figura dentro de nuestro país al hilo del proceso de privatización de la mayor de nuestras compañías cotizadas, es preciso analizar con carácter previo si tales fenómenos privatizadores añaden o quitan algo al tema de la validez o invalidez general del sistema de *Stock Options*. Cosa que, como vamos a ver enseguida, no depende sólo de la corrección o incorrección del proceso privatizador como tal, sino, sobre todo, de que el mismo se refiera a actividades que permanecen monopolizadas o afecten a sectores que previa, o contemporáneamente, hayan merecido *reformas estructurales*, a fin de someterlos al juego de la competencia, es decir que no sólo privatizan la titularidad y gestión de la empresa, sino que, colaboran, de paso, a procurar lo que se llama la *liberalización* del correspondiente sector económico¹⁶.

¹⁵. CARY-EISENBERG, *Ob. cit.* p. 628-629; CLARK, *Ob. cit.* p. 208. Entre nosotros se hace un examen suficiente de las modalidades que sobre semejantes modelos (no confesados) vienen aplicándose en España, en el trabajo de LUCAS ya *cit.* p. 10 y ss. donde el lector interesado puede encontrar mayores precisiones. A pesar de la similitud de la terminología, que recuerda la figura de *Restricted Stock*, no me parece que la expresión “acciones reservadas”, empleado por algún autor entre nosotros (José Manuel DIAZ ARIAS, “El efecto de las acciones reservadas”, *El País*, 28. Nov. 1999) se corresponda de modo claro con esos modelos u otros mencionados.

¹⁶. Para ser mas preciso la terminología actual —a mi parecer innecesariamente promiscua— suele asentarse sobre una trilogía (*privatización, liberalización, desregulación*) que viene a mezclar cosas que no son completamente intercambiables entre sí, por más que la doctrina más reciente asegure que cuando florece la competencia pierde sentido la regulación, ya que *competition and regulation are often regarded as substitutes* (KAY and VICHERS, “Regulatory Reform: An Appraisal” en la obra de WHEELER, *The Law of the Business Enterprise: Selected Essays*, Oxford 1999, p. 420). Sucede mas bien que privatizar es simple-

6. En los procesos de privatización

Falta en nuestro país, a diferencia de lo que sucede en otros, un análisis desapasionado de las consecuencias (prósperas o adversas) de los movimientos privatizadores, cuya lógica interna es de raíz profundamente contradictoria, en la medida que lleva a los poderes constituidos a tener que trabajar para el sector privado, gestionando el traspaso de empresas y servicios públicos a los particulares. Esa contradicción aparente se desvanece si se acepta un postulado hoy ampliamente difundido, es a saber, que, más allá de los singulares objetivos que puede perseguir una privatización concreta (promoción —según acaba de verse, discutible— del *free market*; fortalecimiento de una economía de *stakeholders*, mediante ampliación del círculo de personas interesadas en la empresa; mejoramiento de la cuenta de resultados de la misma, al someterla al mayor rigor de la disciplina mercantil; facilitación de políticas anti-inflacionistas; agilización de los procesos de transferencia de tecnología; erradicación de subvenciones estatales, autonómicas o del sector público en general, frecuentemente antieconómicas), es lo cierto que la empresa privada está mejor capacitada con carácter general para cumplir funciones de utilidad colectiva, contribuyendo así a la creación de cuotas mayores de riqueza y a una mejor

mente poner en manos privadas empresas y actividades que antes estaban en mano pública (José L. VILLAR PALASÍ, “Tipología y Derecho estatutario de las Entidades Instrumentales de la Administración Pública”. *Homenaje a Clavero*, Madrid 1993, p. 153 y ss.) de modo que si la actividad privatizada estaba monopolizada, lo único que hacemos es traspasar el monopolio antes público a los particulares. Para luchar contra el aprovechamiento de rentas monopolísticas no basta, pues, con privatizar, incluso aunque al mismo tiempo se “desregule”, término que hoy se ha vuelto equivalente a montar órganos de supervisión externa, (Comisiones o Agencias) que suelen generar discutibles *relaciones especiales de sujeción* y acaban provocando una *neoregulación* asfixiante y prolija. Realmente para introducir competencia en ámbitos que no la tienen lo que hay que hacer es eliminar barreras de entrada, permanencia y ejercicio de actividades, promoviendo las reformas estructurales pertinentes. En la mayoría de los sectores económicos, una vez lograda esa competencia efectiva, puede sobrar la ulterior regulación. Pero ésta será siempre necesaria, en cambio, en aquellas concretas actividades que, no obstante estar abiertas a la competencia, aparecen expuestas a situaciones de “fallo del mercado”, ya sea por causa de la existencia de información asimétrica u otras externalidades negativas: Cfr. NOU, “Economic Perspectives on the Politics of Regulation” en la obra de SHAMSALEENSEE y WILLING (Eds.) *Handbook of Industrial Organization*, vol. II, 1989, p. 1.254 y ss., y más recientemente MAJONE, *Regulating Europe*, London y New York 1996, p. 28 y ss.; entre nosotros, sucinta pero claramente, Julio SEGURA, “Mercados y regulación” 723, *Información Comercial Española*, 1993 p. 5 y ss. El sector financiero (Banca, Bolsa y Seguros) es por ello el candidato mejor colocado para ser objeto de regulación, dadas las asimetrías informativas, el *moral hazard* y los conflictos de intereses que padece (Cfr. mi trabajo “La nueva legislación de los Mercados de Valores. Fundamentos económicos y jurídicos para la regulación de la materia” en Fernando SANCHEZ-CALERO (Ed.), *Perspectivas actuales del Derecho mercantil*, Pamplona, 1995, p. 91 y ss).

asignación de los recursos disponibles. Dicho en pocas palabras, que la empresa privada es más *eficiente* que la empresa pública y, por supuesto, mucho más que la gestión directa de servicios por parte de la Administración.

Pues bien, si para huir de cualquier apriorismo prescindimos del caso español y, en aras de una mayor neutralidad del juicio, intentamos ver ahora en qué han parado los procesos privatizadores foráneos —entre los cuales los promovidos no hace tanto por los conservadores en el Reino Unido son los mejor conocidos— parece que al capitalismo real le sucede en este punto algo bastante similar a lo que hoy sabemos ha sucedido también con el socialismo del mismo nombre, es decir, que los fundamentos respectivos de ambos sistemas se debilitan o resquebrajan cuando descendemos de las cúspides de los grandes principios —por no hablar de la hojarasca de la simple retórica— a las planicies de su funcionamiento cotidiano y efectivo. Algunos de los mejores conocedores de ese fenómeno lo han comentado de una manera concluyente, y que resume bastante bien la irrelevancia del auto-proclamado *propósito general* que se estima debe latir tras toda privatización de empresas públicas, cualquiera que sean los posibles *objetivos concretos* que en cada caso se persigan. Pues, según se ha dicho de forma inequívoca, “Tras esa multiplicidad de objetivos la realidad *no es* que la política [privatizadora] tuviera a *rather sophisticated rationale, but rather that it is lacking any clear analysis of purposes or effects...*”. Con la consecuencia —continúan diciendo nuestros comentaristas— que el resultado de los procesos privatizadores es que *no se alcanzó* efectivamente objetivo ninguno, y, en particular que la *eficiencia* [los énfasis son añadidos por mí] —que es entre todos ellos el más importante y difícil de alcanzar —ha sido sistemáticamente subordinada a otras metas”¹⁷.

¹⁷. KAY, J.A. y THOMPSON, D.J., “Privatization: A Policy in Search of a Rationale” en *Economic Journal*, 19 de Marzo de 1986. Por su parte, Andreas PRIDL, que comenta los objetivos concretos mencionados en el texto y recoge esta misma cita, nos aclara sin ambages que de lo que realmente se trataba bajo el *thatcherismo* era más bien de reducir el papel del Estado y aprovechar un muy goloso pastel, es decir los ingentes rendimientos que iba a generar la venta de las *public utilities* (gas, electricidad, agua, teléfono e industrias del petróleo), siendo en cambio la glorificada difusión de la propiedad accionarial *secondary consideration and a mostly unsuccessful one*; para no hablar ahora de otros efectos perversos, como puede ser la “reinstalación” de la *nomenckatura*, mas visible lógicamente en los procesos privatizadores seguidos en la Europa del Este. Por uno y otro lado este último autor insiste así en la necesidad de preguntarse con seriedad sobre el papel que el “interés público” ha tenido en tales movimientos, cosa aún más necesaria entre nosotros donde tanto iuspublicista converso parece haber perdido de vista que la noción de servicio público no es un invento marxista sino una muy precisa construcción del primer liberalismo (Cfr. para las referencias PRINDL, “Privatization and the Public Interest”, en la obra que coedita con PRODHAN, *Ethical Conflict in Finance*, cit. p. 197 y ss). A la vista de

No hay, por tanto que rasgarse las vestiduras demasiado si, a la postre, comprobamos que los pretendidos efectos liberalizadores de la privatización tardan en aparecer, si luego resulta que el proceso no siempre produce por sí mismo un aumento de la competencia, cuyos teóricos beneficios los consumidores apenas perciben o no ven traducidos en absoluto en una bajada de precios del servicio, o cuando la generación de un auténtico capitalismo popular de accionistas individuales es pan para hoy y hambre para mañana, dentro de empresas gigantescas que permanecen controladas por las gentes de siempre o nuevos *núcleos duros*, frente a los cuales sólo los inversores institucionales (Planes de Pensiones, Fondos de Inversión, Compañías Aseguradoras) u otros gestores profesionales muy poderosos pueden alcanzar interlocución válida, y en relativo pie de igualdad; mientras que, por el contrario, la “aversión al riesgo” y el llamado *short terminism* (óptica de ganancias a corto plazo) llevan a los pequeños accionistas individuales, flamantes y de nuevo cuño, a desprenderse de sus participaciones, tras conseguir las correspondientes *primas de fidelidad*, a la primera ocasión favorable que encuentran a su paso¹⁸.

todo ello sorprenderá seguramente menos que en el caso español, los procesos privatizadores referidos hayan podido colaborar, en opinión de algunos, al propósito partidista de dar nacimiento a una *nueva clase empresarial* al servicio del gobierno actualmente en el poder (Jesús MOTA, *La Gran Expropiación*, Madrid 1998, y, más recientemente, con referencia concreta a nuestro tema, Luis MARTINEZ NOVAL, “Todos seremos opcionistas”, *El País*, 21 Feb. 2000).

¹⁸. No han faltado, desde luego, quienes tras la *eficiencia* buscaban introducir auténticos “valores” (Cfr. indicaciones en Tony PROSSER, “Privatization, Regulation and Public Services”, *Judicial Review*, 1994, p. 3 y ss.) y hasta es cierto que existieron gentes bienpensantes dispuestas a convertir el experimento privatizador en una propuesta *docente*, como “parte de una estrategia dirigida a hacer propaganda del capitalismo *by example*” (lo recuerdan Peter SAUNDERS y Colin HARRIS, *Privatization and Popular Capitalism*, Buckingham, Open University Press, 1994, p. 37). Lamentablemente, sin embargo, ni la lección fue bien aprendida ni el ejemplo cundió. Y en poco tiempo los once millones de accionistas individuales de “estreno” que había en UK en el año 1992 resultaron más bien ser otra cosa. Muchos de esos “inversores” eran auténticos *gamblers* y otros modestos *savers*, esperanzados respectivamente los unos con las *windfall gains* o con la ilusión de retornos estables los otros, sin que los primeros aspirasen a una mayor relación con la empresa, ni los segundos, por su parte, aprendieran a “tomar riesgos”; y así “*all indications from our survey —concluyen nuestros autores— are that the spread of shareholding has been irrelevant and inconsequential in the Government desire to foster an enterprise culture in Britain*” (Ibídem. p. 151 y ss., el párrafo en cursiva a la 161). Al final de la historia lo que queda claro es que “inequívocamente la fuerza primaria del cambio ha sido principalmente la influencia de los *regulatory bodies*. El marco y las referencias para una mayor protección y de los derechos [*procedural rights*] de los consumidores de *utilities* fueron construidos usando instrumentos del Estado (actuaciones de Derecho público a través de sus reguladores), jugando la mano invisible de las fuerzas del mercado un mucho más secundario *and by no means always supportive role*” (John ERNST, *Whose Utility? The Social Impact of Public Utilities Privatization and Regulation in Britain*, Buckingham, Open University Press, 1994, p. 175).

Toda esta discutible fundamentación teórica —y la correspondiente parafernalia conceptual, aquí glosada brevemente— es cosa sobradamente conocida para cualquier persona medianamente familiarizada con un fenómeno que sólo sus nuevos prosélitos son capaces de presentar como el no va más de la modernidad. Y es por lo menos inquietante que, mientras tanto, se silencie el aspecto acaso menos tranquilizador de una figura, que se presta al aprovechamiento interesado de oportunidades muy tentadoras, según es fácil de deducir de lo que ya llevamos dicho, y ahora debemos subrayar expresamente, dada la vinculación directa que en el caso español presenta con el tema objeto de este artículo. Porque un estudio promovido y publicado por el Banco Mundial hace bien pocos años, y que entre nosotros parece haber pasado completamente desapercibido, ha puesto de relieve en qué medida los referidos movimientos privatizadores generan frecuentemente procesos de *apropiación* o “captación de rentas” (*rent-seeking*), que aun siendo relativamente fáciles de controlar *ex ante* por Gobiernos fuertes y dignos, resultan más arduos de reconducir, por el contrario, cuando logran afianzarse y se prolongan *ex post*¹⁹.

7. En relación con el grado de competencia existente en el país

Esa dificultad para controlar los abusos sube de punto cuando las privatizaciones no van acompañadas de los correspondientes procesos de liberalización. Porque, aunque obviamente no ignoro que a nivel global cambia la escala de medida (y puede existir competencia exterior respecto de empresas

¹⁹ Este tipo de trabajos no abunda entre nosotros, habiéndose limitado nuestra doctrina pública y privada más moderna a presentaciones singulares o auxiliares de otros asuntos más técnicos (Cfr. respectivamente Julio PONCE SOLÉ, “Una aproximación al fenómeno privatizador en España”, *RAP*, 1996, p. 345 y ss. y Reyes PALÁ *Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones*, Madrid 1997, p.5 y ss.), como por otro lado muestra alguna otra legislación latina (CORAPI, “Privatizzazioni degli Enti pubblici economici in Italia”, *Homenaje a Verdera*, Madrid 1994, p. 485 y ss.). El estudio que se recuerda en el texto es de Gérard ROLAND, “Political Economy Issues of Ownership Transformation in Eastern Europe”, en la obra de M. AOKI y M.K. KIM (Eds.), *Corporate Governance in Transitional Economies. Insider Control and the Role of Banks*. The World Bank, “Development Studies”, Washington D.C. 1995, p. 31 y ss, en especial 44 y ss. El propio organismo ha hecho un análisis procedimental, con referencia a casos singulares, de los concretos pasos que debe seguir cualquier proceso privatizador (CORPORACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL. Grupo del Banco Mundial, *Privatización, Principios y Práctica*. Washington D.C. 1995). Así pues, desde las concretas experiencias que se comentan en una y otra obra es más fácil identificar “el pastel” a repartir en cada caso, es decir, la porción de riqueza que hace posible la “caza de rentas” que en términos coloquiales aludíamos hace un momento. Insiste en ese peligro, en los riesgos de *insider trading* y reconcentración de la propiedad, así como el la escasa protección que disfruta el accionariado disperson Jonh COFFEE Jr., “Privatization and Corporate Governance”, *25 Journal of Corporation Law*, 1999, p. 1 y ss.).

que no la sufren dentro), volviendo al plano doméstico sucede que nuestro país mantiene (con efectos claramente perniciosos en ese plano nacional) monopolios propiamente dichos —y no precisamente “naturales” a pesar de la coincidencia de nombre— que además se han visto gubernativamente reforzados (caso del Gas Natural); hay, por otro lado “falsos mercados” en los que sólo un par de macro-empresas se enfrentan dos a dos, también desde ambos lados de la mesa (electricidad); tenemos asimismo el caso de firmas, en aparente competencia, alguna de las cuales mantienen de facto y/o de iure mercados cautivos (telefonía) u otras redes monopólicas (tabaco y en menor grado hidrocarburos); y existen, en fin, sectores tradicionalmente operantes en régimen de oligopolio profusamente regulados, dentro de los cuales al regulador prácticamente le bastaría hoy sentarse a la camilla con dos o tres de las mayores entidades para ordenar el sector, si logra evitar al propio tiempo que la política de algunas Comunidades Autónomas produzca comportamientos, alianzas o fusiones contra-natura en las entidades cuyos dirigentes nombran²⁰.

A la vista de este cuadro, la pregunta que hay que hacerse es si la posición que disfruta en el mercado la sociedad que concede las opciones —cuya naturaleza y carácter no varía por ese sólo hecho— añade o quita algo al tema de la posible validez o invalidez de las *Stock Options*. Una pregunta que la ciudadanía, algunos políticos y un sector de los medios de comunicación parecen estar

²⁰ Es el caso del crédito, al que me he referido en mi trabajo “Observaciones al paso de una reforma indebida” *Rds* 2000 (en prensa), con otras indicaciones bibliográficas y extendiendo en parte una aproximación similar a las Bolsas, que la doctrina más reciente no sustrae tampoco a esa óptica *antitrust* (Cfr. Guido FERRARINI, “The European Regulation of Stock Exchanges: New Perspectives”, 36 *Common Market Law Review*, 1999, p. 569 y ss.). Para los restantes sectores *Vid.* TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA, *La Competencia en España, Balance y Nuevas Propuestas*, Madrid 1995. Me temo que desde que ese informe se publicó los problemas allí expuestos no se han solucionado y hasta es de temer que algunos puedan agravarse, tras la desafortunada reforma de nuestra legislación en la materia (Ley de 28 de Diciembre de 1999, BOE del 29) que ha reforzado notablemente los “poderes” del Servicio de Defensa de la Competencia a costa de las competencias del Tribunal del mismo nombre (Para las críticas basta consultar Miguel Angel FERNANDEZ-ORDOÑEZ, en el Diario *El País*, trabajos varios de 10 y 24 de Nov. de 1999, 5 de En., 2, 17 y 28 de Feb. del año actual; y, en perspectiva jurídica, sobre todo, Ricardo ALONSO SOTO, *Curso de Derecho Mercantil* de Uría-Menéndez, Madrid 1999, p. 288-289). No voy a incluir en esa crítica por ahora los disparates conceptuales del nuevo texto, de los que ofrece ejemplo paradigmático su artículo 4º sobre *abuso de posición dominante*, donde se incluyen ahora cosas que ciertamente son “abusos”, pero practicados por empresas que no disfrutaban precisamente aquella posición de dominio, cuya caracterización técnica es bien distinta (Cfr. Fernando RODRIGUEZ ARTIGAS, “Sobre el abuso de posición dominante en la defensa de la libre competencia”, *Homenaje a Aurelio Menéndez*, I, Madrid 1996, p. 983 y ss.)

contestando afirmativamente y que a partir de ahora intentaremos redimensionar desde las diferentes perspectivas del tema, por más que la concesión de opciones por las grandes sociedades que cotizan en favor de sus ejecutivos no administradores y sobre todo de los administradores propiamente dichos (es decir, cargos con asiento en los Consejos) no “suene” intuitivamente igual en empresas que luchan por conseguir, mantener o ampliar su cuota de mercado en dura batalla con sus competidoras y aquellas otras que, sin coste ni esfuerzo semejante, disfrutaban las redes o prebendas antes mencionadas, por carecer de competencia substancial o tomar parte en alianzas o acuerdos dirigidos a la “ordenación” del mercado²¹. Por este lado emergen ciertos aspectos diferenciales del asunto que relativizan la comparación entre algunos casos españoles y el significado general de las *Stock Options* en otros países —en particular Estados Unidos, por referirnos otra vez al más recordado— donde el esfuerzo de desmantelamiento de las mencionadas redes monopolísticas ha constituido y constituye objetivo permanente desde hace más de un siglo²². Y si tal comparación puede ser ofensiva por sí sola en los casos concretos en que el incentivo se nos presenta como el reconocimiento de una cuota de participación en las rentas de un monopolio, la inquietud puede subir de punto si por casualidad resultara que, contra lo que suele alegarse para justificar su atribución, que el disfrute de semejantes incentivos nada tuviera que ver además con la generación de valor añadido que deriva de la obtención de una mayor *productividad* dentro de un programa de *objetivos*. Antes de abordar ese tema, conviene no

²¹. Lo que, como algunos saben, no es mal sistema de convertir la *colusión* en *cooperación*, que es cosa mucho más presentable y autoriza a transformar una práctica *prohibida* en práctica exceptuable, merced a la taumaturgia de lo que se ha llamado, según una sugerencia de WIETHÖLTER, *Las fórmulas mágicas de la ciencia jurídica*, Madrid, 1991, que reproduce a la letra el título de la traducción italiana de su *Rechtswissenschaft*, donde se ocupa de ese tema en el capítulo titulado “Dalle economia private di mercato alla cooperazione di politica ed economia”, Bari, 1975, p. 181 y ss.

²². Lo que no significa, naturalmente, que en estos países no se produzcan abusos, prácticas colusorias, situaciones de dominación e incluso que se haga excesiva propaganda con la retórica de la competencia, la cual es, a la postre seguramente tan sólo, una suerte de compromiso entre *efficiency*, de un lado, y *fairness*, de otros compromisos; además cambiante, y que varía en el tiempo según la reflexión económica y la política legislativa se decanten hacia uno u otro polo. Es esa alternancia la que mejor permite explicar los vaivenes que ha experimentado la legislación *antitrust* en Norteamérica (Cfr. Rudolf J.R. PERITZ, *Competitive Policy in America, 1988-1992*; New York 1996, obra que ha merecido interesante recensión por parte de Spencer Weber WALLER, con el título de “Market Talk: Competition Policy in America”, *Law and Social Inquiry*, 1997, p. 435 y ss. Comparar con el caso español en Miguel Angel LASERAS. *La Regulación económica de los servicios públicos*. Barcelona 1999, donde se explica bien como se “liberaliza” para la galería y qué es lo que de verdad falta por hacer en nuestro país).

obstante, para seguir con la línea lógica que ya veníamos examinando, recordar alguna cosa más de carácter general.

Lo que causa la confusión y la perplejidad que hoy rodea el tema de las *Stock Options* es el factor “sorpresa”. Que las organizaciones empresariales que dominan el mercado sientan la tentación de aprovechar esa posición en daño del consumidor es algo que conocíamos hace tiempo, porque ese es precisamente el principal entre todos los pecados capitales del monopolio, tal como sus males se enseñan a los estudiantes de economía desde los clásicos. Que además esos gestores puedan beneficiarse de las oportunidades de negocio —ocasionalmente desproporcionadas— que abre el tráfico de acciones propias en semejantes firmas no se nos había advertido con la misma claridad. Y esto añade a los factores que antes o después enjuiciaremos una nueva fuente de comparación ofensiva, esta vez al medir el beneficio de los consumidores con el que consigue los dirigentes, lo que por cierto va algo más allá de una simple constatación de la posible dedicación a prácticas *oportunistas* por parte de los últimos. No son estas ciertamente insólitas en todo tipo de empresas monopolizadas o libres; y por este lado, si la objeción se admite, valdría también (parcialmente) para todas las sociedades que reconocen *Stock Options*. La posible objeción consiste en que los recursos que las opciones consumen podrían ser empleados de manera más eficiente abaratando el precio de los productos y servicios que todas las empresas ponen en el mercado²³. Y, en estas condiciones, tales prácticas introducen un componente de subversión en el sistema de fines que legitiman la empresa en una economía de mercado. Pues, como de todos es sabido, la justificación del beneficio del empresario (y exactamente por su conducto —tal como luego veremos— también las correspondientes rentas de sus auxiliares) no puede ser ni más ni menos que la efectiva capacidad de esa organización mercantil para contribuir a la satisfacción de las necesidades generales de la población, en provecho de los consumidores soberanos. Y es manifiesto —en mayor grado naturalmente si hablamos de empresas que venden servicios básicos y bienes de primera necesidad— que si el sueldo de sus ejecutivos y administradores ha de suplementarse de manera creciente con ulteriores “incentivos”, tanto cuanto mayores sean estos, (y a menos que se multiplique más que proporcionalmente la referida “productividad”) se estarán sustrayendo recursos económicos impor-

²³. Como éste puede corregir mejor los “excesos” en los no monopolizados, considero que la extensión del argumento que ahora se desarrolla a todas las posibles empresas sólo puede ser, en su caso, parcial

tantes al abaratamiento del precio de los correspondientes bienes y servicios en términos del óptimo de Pareto²⁴.

8. El tema de la fidelización y el precio de la “autoestima”

Entre los numerosos aspectos que producen estupor en relación con la remuneración que disfrutaban las cúpulas directivas de las grandes sociedades (con o sin *Stock Options*) el público ordinario se decantará seguramente por la desmesura de su alcance, más propio “de la prensa deportiva que de las páginas salmón”, según se ha dicho autorizadamente entre nosotros, con referencia a las “empresas privatizadas en los últimos años”. Desde un punto de vista exclusivamente técnico, único que aquí nos interesa, lo que causa maravilla es la significación aparentemente contradictoria de los argumentos usualmente esgrimidos para justificarlas. Sin perjuicio de lo que luego se dirá sobre el llamado “alineamiento” entre administradores y socios, las principales contradicciones pueden reducirse a dos puntos, que son los que respectivamente prevalecen en la doctrina económica y jurídica más representativas de nuestros días.

Según la primera, las altas *retribuciones* para directivos del mismo nombre tienen que ver con el componente necesario de *fidelización* que debe acompañar su contratación (o nombramiento, cuando son cargos con puesto

²⁴. A diferencia de la caridad bien entendida —que empieza por uno mismo— ésta es la única medida “social” de la *eficiencia*. Lo recuerdo aquí, insistiendo por tercera y última vez en que no intento hacer un discurso exclusivamente *moral*, por mas que mucho de ello hay en la propia Escuela Escocesa que articula el “paradigma” del *homo economicus* como una función de utilidad y el “modelo” de *mercado* como expresión de “preferencias reveladas” y aún fuente de toda revelación, a modo de un nuevo demiurgo que premia a los buenos (egoistas y eficientes) y castiga a los malos (altruistas y derrochadores). Huyo así deliberadamente también de la oposición simplista entre el *servicio público* y *empresa privada*, visible en algunos autores que en otro tiempo dedicaron excelentes reflexiones al primero y ahora nos ofrecen una visión mucho más tópica sobre la segunda, tampoco libre, por cierto, según hemos anticipado, de los males que se imputan a la gestión burocratizada y política de aquéllos (Gaspar ARIÑO, De la empresa pública a la empresa con participación pública: ¿Privatización o reforma?. Quizá ambas cosas”. *Homenaje a A. Menéndez*, cit., p. 1495 y ss. y antes sus excelentes *Tres lecciones sobre el servicio público*, policopiado, hoy inencontrable). Con carácter general, en el plano económico J.M. GONZÁLEZ PÁRAMO, ¿Es necesariamente ineficiente la empresa pública?. *Jornadas sobre Privatización*, La Coruña, Noviembre 1993; y en el jurídico Luis MARTÍN REBOLLO, “De nuevo sobre el servicio público: planteamiento ideológico y funcionalidad técnica”, 100-102, *RAP*, Vol. III, 1983, p. 2471 y ss.

en el Consejo) ante el riesgo de que tan expertos profesionales sean tentados por empresas de la competencia. Según la segunda, el riesgo es otro; y el fundamento de las grandes *indemnizaciones* que suelen subseguir a su despido o destitución tiene que ver con la facilidad con que puede ponerse término a una relación (en el caso de administradores propiamente dichos expresada en la libre revocabilidad o revocabilidad *ad nutum* mediante simple acuerdo de la Junta), que por naturaleza y por mandato de la ley tienen todos los cargos de confianza. Así pues a la primera corriente de pensamiento le preocupa que a los administradores *se los lleven*; a la segunda le inquieta que a los administradores los *echen*. En el fondo, sin embargo, una y otra corriente no están tan alejadas entre sí. Según se ha dicho de forma clara, y por eso he puesto en cursiva las expresiones correspondientes, la primera postura se coloca en la perspectiva *ex ante*, señalando que el tema de las retribuciones debe enjuiciarse al contratar, esto es, cuando la compensación se pacta; la segunda enfoca el tema *ex post*, valorándola cuando la indemnización se percibe²⁵.

Al situar la cuestión en estos términos nos alejamos una vez más de los simples planteamientos intuitivos para bucear en la lógica de una institución controvertida, y todavía más polémica, si cabe, cuando se analiza desde una perspectiva puramente eficientista. La idea de que para que alguien cumpla bien con su oficio precisa de ulteriores “incentivos”, además de una justa retribución, violenta una conciencia recta; y al hacer nuevamente alguna comparación entre situaciones equivalentes fomenta estereotipos peligrosos. Según hemos adelantado, algunos piensan que los gestores públicos son proclives a la corrupción porque están mal retribuidos, mientras que los gestores privados son tradicionalmente honestos, como decía la Exposición de Motivos de nuestra Ley de Sociedades Anónimas de 1951 (y según podemos colegir por lo que ahora se nos explica), precisamente porque ya están bien pagados de antemano. Pero al enfocar el tema exclusivamente desde esa lógica instrumental que mira al “precio” de las cosas y olvidando otras *motivaciones* más importantes (reputación, protagonismo, sentido del deber, etc.) descubrimos que la búsqueda del óptimo económico nunca logra corregir las altas retribuciones,

²⁵ Javier GARCÍA de ENTERRIA, “Los pactos de indemnización del administrador cesado”, *Homenaje a Aurelio Menéndez*, cit. p. 1785 y ss. En el mismo plano jurídico, Roberto BLANQUER UBEROS, “La retribución de los administradores, su constancia estatutaria y la atribución de facultades a la Junta”. *Homenaje a Manuel Broseta*, 1995, p. 397, donde se discute si efectivamente es tanta la necesidad de proteger a los administradores de decisiones de la Junta (y en ambos artículos otras referencias suficientes de la doctrina propia y ajena). Para la tesis de la “fidelización”, *Vid.* Alberto LAFUENTE, “El precio de la atoeestima”, *Diario El País*, Suplemento Negocios correspondiente al 21 de Noviembre de 1999.

comprobamos con inquietud que salarios altos ya no son suficientes, y, al final, lo que queda claro es que siempre será preciso ir aportando nuevos y ulteriores “incentivos” para que la dichosa eficiencia no se resienta.²⁶

Considerando la experiencia española, es más exacto afirmar, frente a lo que parecen sugerir semejantes estereotipos, que los profesionales de la alta dirección (tanto en la empresa pública como en la privada) resultan suficientemente intercambiables entre sí, que las altas retribuciones e indemnizaciones, (vía *bonus*, opciones, *golden parachutes* y demás incentivos) están tan generalizados en todas las grandes empresas que por sí solas ni impiden ni fomentan especialmente el cambio gerencial; y es lo cierto además que los administradores de las grandes sociedades, ya se marchen por interés propio o porque los despiden, incluso sin disfrutar de gran fama o reputación como gerentes eficientes (y aun con reputación dudosa) no suelen acabar precisamente en el paro. Por lo demás, ni siquiera en Norteamérica lo que explican los libros y lo que sucede en la realidad es plenamente coincidente; y algunos analistas poco sospechosos de parcialidad han puesto de manifiesto, en contra de la idea de alineamiento que inmediatamente se discutirá, la escasa sensibilidad de las retribuciones de los altos directivos de la empresa en la consecución de una mayor productividad y, por su conducto, también de una mejor rentabilidad para sus accionistas²⁷.

²⁶. Al margen del hecho conocido de que “una golondrina no hace verano” y que, más allá de la exactitud del refranero, casos aislados no son buena receta para formular un juicio crítico general, pueden verse, en el propio periódico y ejemplar citados en la nota anterior datos sobre los “motivos” que intervienen en la concesión de semejantes incentivos, cuya difusión sí es buen criterio para explicar la lógica (*rationale*) que en el texto se menciona. Una lógica que permite dudar seriamente de la afirmación apodíctica de que el mercado “corrige” mejor que otro mecanismo ninguno posibles excesos. Más bien parece que el efecto mimético y la asociación de actitudes oportunistas y comportamientos gregarios esté ayudando a generalizar prácticas cuya justificación, como enseguida veremos, no es tan sólida. En el caso más sonado entre nosotros, tales incentivos desmesurados no han impedido desde luego una enorme rotación de directivos, el mercado no ha corregido absolutamente nada y el llamado “núcleo duro” de la sociedad concedente de las *Stock Options* ha apoyado el sistema para no poner en peligro el disfrute de incentivos semejantes, igualmente extensivo a la banca y demás sectores de las grandes sociedades cotizadas.

²⁷. M. JENSEN and MURPHY, K., *ob. y lug. cit.*, y también en el artículo “Performance Pay and Top Management Incentives”, 2 *Journal of Political Econom*, 1990, p. 98 y ss. a quienes parece conceder crédito (superior al que, en mi opinión, merecen) nuestra doctrina económica mas autorizada (VICENTE SALAS, “El Gobierno de la Empresa. Ética y Eficiencia”, en Domenech Melé, coordinador, *Ética en el Gobierno de la Empresa*. Pamplona 1996, p. 81 y ss. en especial, p. 87, con sintética exposición de los diferentes sistemas de gobierno corporativo).

9. La doctrina del alineamiento entre administradores y accionistas

Así pues, el gran hallazgo conceptual sobre el que se asienta la difusión del nuevo esquema retributivo de los administradores se basa en una idea muy simple que, derivada de la *doctrina de la agencia*, va ganando fuerza en los Estados Unidos a partir de la mitad de los años setenta y que alguien ha resumido irónicamente en la fórmula “tratar a los Directores como accionistas (que no a los accionistas como Directores)”; por más que, para mi gusto, y vista la evolución del modelo corporativo, la segunda vía sería mejor solución, por aquello de tratar al prójimo como a uno mismo. Sea de ello lo que fuere, lo cierto es que, a partir de ese momento, lo que antes se estimaba grosera *misconception* (es decir, la creencia errónea de que “quien posee un importante paquete de acciones será forzosamente mejor administrador”) y, sobre todo, se miraba no hace tanto como práctica directamente sospechosa (que los administradores trafiquen con acciones de la sociedad que gestionan) es hoy un planteamiento prácticamente abandonado o que va debilitándose poco a poco; y un movimiento imparable, que prosigue en nuestros días, va propiciando políticas retributivas que fomentan pagos directos en acciones, o a través del paso intermedio de la concesión de opciones antecedentes, que luego permitirán alcanzar dichas participaciones sociales, cosa esta última que, adviértase bien, no es exactamente lo mismo ni desde el punto de vista jurídico ni tampoco económicamente, ya que las acciones propiamente dichas producen dividendos que las opciones normalmente no atribuyen²⁸.

²⁸. Tal como hemos adelantado no es imposible que algunos planes de opciones incluyan lo que se llama *dividend protection*, cosa tanto más explicable si se acepta que, por lo general, el *delta* de una opción (medida de la volatilidad, o sensibilidad de su precio respecto del que alcance el subyacente) está en torno al 50%; por lo que se estima que la decisión de reducir permanentemente la tasa de dividendo supone un incremento muy importante en el precio de la acción que le sirve de subyacente. De ahí que el administrador retribuido en acciones le interesa el reparto de dividendos y al pagado en opciones que los dividendos se reduzcan o no se repartan en absoluto (cosa que ya predijeron Richard A. LAMBERT, William N. LANEN y David F. LARCKER (“Executive Stock Options Plans and Corporate Dividend Policy”, 24, *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 1989, p. 409 y ss.) y confirman hoy George W. FENN y Nelli LIANG, “Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives”, *Working Paper*, current Draft Marzo 1999, p. 16, con otras referencias. Para la evolución del tema en USA, con indicaciones doctrinales y una presentación de ejemplos suficiente, Ralph D. WARD), *21st Century Corporate Board*, cit. p. 275 a 283. Aunque es dato sobradamente conocido, la conceptualización de la *doctrina de la agencia* en Michael JENSEN y William H. MECKLING, “Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure”, 3, *Journal of Financial Economics*, 1976, p. 305-360.

¿Cómo se ha llegado ahí? Parece que desde la referida doctrina de la “agencia” se van precisando después aspectos concretos, de entre los cuales interesan aquí fundamentalmente dos, a saber: en primer lugar la idea de que las sociedades bien gobernadas envían “señales” favorables del mercado que éste procesa debidamente, facilitando a las empresas que emiten semejantes mensajes los procesos de búsqueda de capital y la mejor realización de las operaciones que le convienen²⁹; y en segundo término, supuesto que hay que estar atento a las señales, se nos dice que será difícil encontrar mejor ejemplo de ese buen gobierno corporativo, y de la disposición de los gestores a maximizar el valor de los accionistas, que la previa puesta en línea de los intereses respectivos de unos y otros, en un proceso de efectivo *alineamiento* de los intereses antes opuestos, lo que precisamente las opciones sobre acciones parecen acreditar de modo indubitado en cuanto muestran la disposición de los administradores a procurarse acciones invirtiendo su dinero en la compra de aquellas participaciones sociales, cuando llegue el momento de ejercicio de la opción. Dicho en pocas palabras, lo que antes se consideraba como un simple mecanismo de retribución, cosa más explicable cuando las opciones se pagan en dinero (porque la referencia a las acciones que definen el “subyacente” desempeña un mero papel de instrumento de cálculo), se nos presentan en los demás como expedientes de *alineamiento* más fuerte, porque, a diferencia de los sueldos en especie, sirven cabalmente para atribuir (o aumentar) la condición de accionista en el administrador que las ejerce³⁰.

²⁹. Los aspectos principales en los que esa doctrina de la “señalización” se ha aplicado dentro del tema que nos ocupa pueden verse en Paul ASQUIT y David MULLINS “Signalling with Dividends, Stock Repurchase and Equity Issues”, 15 *Financial Management*, 1986, p. 27 y ss.; Robert COMMENT y Gregg JARRELL, “The Relative signalling Power of Dutch-Auction and Fixed —Prince self-Tender Offers and Open— Market Share Repurchases”, 46, *Journal of Finance*, 1991, p. 1243 y ss.; Larry H.P. LANG y Robert H. LIZENBERGER, “Dividend Announcements: Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis”, 24, *Journal of Financial Economics*, p. 181 y ss. (entre otros muchos).

³⁰. No solo en este punto, sino en otros muy variados, esta doctrina de las señales y del alineamiento están ya suficientemente generalizadas entre nosotros. El repaso de buena parte de los artículos que se citan en la primera nota de este trabajo lo demuestran. Con carácter general, para no multiplicar las referencias, *vid.*, en la literatura económica más reciente, Santiago EGUIDAZU, *Creación de valor y Gobierno de la empresa en España*, AB Asesores-Morgan Stanley, Madrid 1999, ps. 24, 88, 272, 296 etc. y Juan MASCAREÑAS, *Innovación Financiera. Aplicaciones para la gestión empresarial*, Madrid 1999, p. 18 y ss. y 53-54 (este último más crítico respecto de la correspondencia del mecanismo de opciones con los postulados mencionados).

Sin mengua de lo que enseguida se dirá, son tres los aspectos principales que muestran de entrada la inconsistencia de tales planteamientos. Primero de todo, porque el alineamiento no existe en absoluto si las opciones se cobran en dinero (especialmente si por el camino se han ido cercenando los dividendos a los accionistas). En segundo lugar porque, aunque se liquiden en acciones, la opción no se ejercerá si la cotización de las mismas ha bajado, para no hablar de la eventual cobertura de ese riesgo (*repricing*), a través de reajustes contractuales de la depreciación, que es testimonio aun más inequívoco de la falta de alineamiento proclamado y de que la distinción entre la perspectiva *ex ante* y el cálculo *ex post* que luego comentaremos con mayor amplitud se ve frecuentemente traicionada. Y esa puesta en línea falla bastante claramente desde el primer momento, según dejamos expuesto en las páginas iniciales de este artículo, en la medida que el administrador no paga (o consigue demorar) la prima de la opción, bien por que tal prima no existe, porque la pone de su bolsillo la sociedad concedente de la misma sin que al beneficiario le cueste nada o, porque se le tolera aquel aplazamiento. Según se ha dicho de forma difícilmente superable “Irónicamente, la retórica sobre opciones las describe con frecuencia como deseables porque coloca a propietarios y gestores en el mismo barco. En realidad los botes respectivos son profundamente diferentes. Ningún propietario escapó nunca a la carga que supone el coste del capital, mientras que el tenedor de una *fixed-price* opción no soporta ese coste del capital en absoluto. El propietario necesita sopesar el potencial de subida con el riesgo de bajada; el tenedor de semejante opción no sufre tal caída. De hecho el proyecto de negocio en el que se toman opciones suele ser un proyecto empresarial en el que no se invertiría en concepto de propietario (porque es motivo de júbilo recibir un billete de lotería como regalo; pero no es lo mismo si hay que comprarlo)”³¹.

Puesto que estamos hablando de anticipos o regalos y es fácil concedérselos a uno mismo, se comprende el crecimiento decididamente exponencial que han ido cobrando semejantes sistemas de “incentivos” durante la última década

³¹. MONKS y MINOW, *Watching the Watchers*, cit. p. 237 y ss. discutiendo además la práctica (anti *performance*) de conceder opciones al administrador en el momento de su retiro, y también el último “invento” —por ahora— que son las *Mega-Options* (una colección de opciones tan enorme que la ganancia que supone su ejercicio, aunque la subida de la cotización sea minúscula, es desmesurada simplemente por el número de acciones que permite adquirir a precios irrisorios); para no insistir más en la desvergüenza del *repricing* o ajuste de valores en cada bajada de cotización (según MASCAREÑAS ob. cit. en nota anterior puede hacerse tal cobertura directamente por el administrador a través de un *collar*; pero entonces las “señales” que se envían al mercado no son precisamente tranquilizadoras).

en los Estados Unidos. Sumados los *extras* de cualquier clase (no sólo acciones y *share options*), alcanzaban allí, el año 1989, el 1% del total de las acciones en circulación en términos de retribución anual; y llegaban hasta el 6,9% , si se le añadían las recompensas arrastradas de años anteriores todavía en marcha. Diez años después sólo las acciones y las *Stock Options* sumaban ya el 13,2% de toda la *corporate equity* existente, por un importe de 1,1 trillones de dólares americanos; y, según se ha dicho explícitamente, el cuadro resultaba aún más dramático en determinadas sociedades³².

10. Otros riesgos y contradicciones

Aunque las opciones —cosa que por cierto sucede también con cualquier tipo de incentivos— se vinculen a la productividad o a un programa de objetivos, es difícil que aseguren el despliegue de los mejores esfuerzos por parte de administradores y ejecutivos. Quienes entre ellos alcancen antes de fin de año las metas programadas para todo el período suelen dejar de trabajar para que el próximo ejercicio no se le pidan otros objetivos más altos y no tener dificultades cuando los malos tiempos hacen incluso difícil alcanzar los consuetudinarios. Por otro lado, a este inconveniente, que no es pequeño, hay que añadirle la óptica del corto plazo o *short-terminism*, que aumenta de grado cuanto más dependiente sea la remuneración del directivo de la cotización que alcancen las acciones. Quien se encuentra retribuido con opciones, en realidad para lo que verdaderamente trabaja es para aumentar su rendimiento personal, procurando llevar a cabo aquellas operaciones que fomentan la subida de la cotización y contribuyendo así a la generación de las llamadas burbujas especulativas, hasta que otras sociedades cotizadas acaban contagiándose de esa política y la Bolsa misma va convirtiéndose progresivamente en una inmensa *bubble*; cosa tanto más intraquilizadora cuanto que se suponía que son precisamente los gestores de las compañías cotizadas quienes deben tener

³². Tal es el caso de *Apple Computer* (donde los incentivos en acciones y opciones sobre ellas alcanza casi el 18% del total del capital de los socios), de *Pacificare Health System* (13%) o *Lehman Brothers* (12%), llegando los incentivos en acciones (y en opciones sobre ellas) hasta el 53% del total de las existentes en *Merrill Lynch*. En el caso concreto de las opciones, valoradas de acuerdo con la fórmula de Black & Scholes (que es el método más difundido) representan a finales de 1998 el 53% de las compensaciones totales de los directivos por cualquier concepto, frente al solo 26% que suponían el año 1994 y un modesto 2% que alcanzaba el pago en opciones a mitad de los años ochenta. Esos y otros datos en "Share Options", *The Economist*, cit. p. 18.

mayor preocupación por diseñar políticas empresariales sanas y a largo plazo³³.

Luego tendremos ocasión de analizar otras malas prácticas que pueden verse estimuladas por este tipo de planteamientos. Pero de momento habrá que añadir que los graves riesgos que lleva consigo esta óptica del corto plazo, y el peligro todavía mayor de las burbujas o *bubbles*, no está siquiera compensado siempre por el beneficio directo que estos programas reportan a administradores y ejecutivos, quien, tanto cuando reciben acciones propiamente dichas, como cuando acceden a ellas mediante el ejercicio de la opción, sufren problemas respecto de la *liquidez* de su retribución (de ahí la escasa prudencia de las propuestas más recientes de pagarles exclusivamente con acciones) que derivan de los plazos de espera (o permanencia) que marquen las previsiones del contrato convenido con la sociedad y prosiguen por la imposibilidad de realización rápida o completa de la plusvalía en el mercado mediante la venta del paquete conseguido, a menos de arriesgarse a ser ellos mismos los causantes de las bajadas de la cotización, que además pueden sobrevenir por otras causas, reduciendo, en consecuencia las ganancias presuntamente alcanzadas al tomar posesión del paquete accionario correspondiente³⁴.

³³. Se ha dicho así que “ownership of stock options by members of the board has a strong tendency to compel them to act in a short-term deleterious manner” (Robert GUMBINER, “A contrarian View”, *Director’s Monthly*, Diciembre 1995, p. 13, que es la revista que edita la National Association of Corporate Directors). En el caso de Estados Unidos se refiere a ese refuerzo de la *stockmarket bubble* por las opciones *The Economist*, “Share Options”, cit. p. 19, discutiendo, a partir de la página siguiente, sobre los trabajos de Graef CRYSTAL (“Executive compensation in Corporate America”, estudio realizado el año 1991 por la *United Shareholders Association*, y luego en “The Compensation 500: what America’s CEOs Should Be Paid This Year”, *Financial World*, Oct. 1991 y sobre todo en un libro *In Search of Excess*, New York 1991) el diferente resultado que produce el plan de opciones según se referencie o no a la *performance* (sin ella cobran el incentivo el 86% de los ejecutivos de las sociedades incluidas en el índice S&P 500; con una *performance benchmark* adecuada solo tendría derecho a ella el 32%). Si además esa productividad ni siquiera resulta fiable, según hemos visto varias veces, la cosa es aún peor. Por fortuna la Bolsa sigue subiendo, y la mayoría sigue confiando en un “aterizaje suave” (*El País*. Negocios, 20 Feb. 2000). Pero es malo olvidar la vieja advertencia, según la cual “los especuladores pueden no hacer daño cuando son burbujas dentro de una corriente firme de espíritu de empresa; pero la situación es seria cuando la empresa se convierte en burbuja dentro de una vorágine de especulación. Cuando el desarrollo del capital se convierte en subproducto de las actividades propias de un casino es probable que se realice mal” (John Maynard KEYNES, *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*, F.C.E., México 1936, p. 145).

³⁴. Por este lado, y para decirlo todo, el atractivo de la *Stock Options* disminuye. Los riesgos, la iliquidez y el carácter de inversión a largo plazo de la compra de acciones aminora económicamente su *premium*, cosa que también debería tomarse en consideración para corregir

Hay, pues, en todos los planteamientos mencionados un exceso de optimismo academicista y una cierta falta de realismo substancial, que impiden compartir la idea de que el sistema de opciones sirva para alinear mejor los intereses de administradores y de los accionistas, que permiten poner en duda también el fundamento racional de semejantes sistemas de incentivos en más de un caso y, a la postre, sólo desde planteamientos directamente relacionados con la propensión humana a la búsqueda del lucro pueden encontrar explicación suficiente para su creciente desarrollo y expansión. También habrá que recordar aquí, por sorprendente que resulte esta afirmación en apariencia, que tales males no se producirían normalmente si a los administradores se les pagan exclusivamente sueldos en dinero (y que sean buenos no me parece mal, por la responsabilidad que el cargo comporta); puesto que ya se encargarán ellos de invertir adecuadamente el excedente, de acuerdo con una lógica de mercado que estas otras prácticas manifiestamente distorsionan³⁵.

III. SOBRE LA LEGALIDAD DE LAS “STOCK OPTIONS”

Quien haya seguido los diferentes pronunciamientos que sobre la figura ahora analizada han manifestado juristas, economistas y comentaristas de varia condición, no habrá dejado de advertir hasta qué punto, y más bien con muy pocas excepciones —sobre todo si no se pierden de vista los inconvenientes mencionados—, la opinión generalizada que se desprende de la lectura de lo publicado en los diferentes medios de comunicación españoles oscila entre la idea de que las *Stock Options* son una institución no regulada, esto es, que nos

a la baja su precio de conversión a metálico (conforme WARD, *ob.cit.* p. 294); a menos que la sociedad, además de regalar la prima de la opción, intente subvencionar asimismo la realización de una plusvalía que nunca alcanzaría ese cien por cien de la diferencia entre el precio del ejercicio y la cotización del subyacente, si el beneficiario tiene que ir repartiendo su realización en diferentes momentos (en USA los titulares suelen hacer ventas cuatrimestrales, según *The Economist*, cit. p. 19)

³⁵. De hecho hasta los mas acérrimos defensores del sistema *pay for performance* reconocen que las recompensas no monetarias motivan a la alta dirección a llevar a cabo actuaciones que reducen la productividad, menoscaban los intereses de los socios y se orientan a incrementar el ámbito imperialista de influencia de los administradores, con la adquisición de otras compañías o ejercicios semejantes; mientras que las exclusivamente dinerarias evitan manipulaciones de los mercados y de sus cotizaciones, sitúan la actuación de los ejecutivos en territorios que ellos conocen bien, evitando que los administradores se entrometan en ámbitos que no son su fuerte o que, cuando dominan, es preferible sustraerles, por la tentación de beneficiar sus intereses (JENSEN y MURPHY, *Ceo Incentives*, cit. p. 142 y 149)

encontramos realmente ante una *laguna* de la Ley o bien —lo que algunos aceptan sólo a regañadientes— que se trata de una figura suficientemente canónica y que plantea escasas dudas sobre su legalidad. Por mi parte, he intentado colaborar a un posible debate más profundo sobre el tema, llamando la atención sobre diferentes aspectos de nuestro Derecho positivo hasta ahora silenciados y que abren más de una interrogante seria sobre la suficiencia de tales aproximaciones, tanto si las opciones se pagan en dinero, como si se ejecutan en especie, es decir mediante adquisición por sus titulares de acciones propias de la sociedad que las concede³⁶. En esa breve toma de postura he manifestado opiniones bastante alejadas de lo que pueden considerarse los puntos de vista hoy más extendidos en el plano práctico y doctrinal, por lo que no será malo intentar ofrecer ahora sobre estos asuntos explicaciones algo más precisas, sin las limitaciones de todo tipo que impone la dictadura de la prensa. Espero que así se entienda mejor cómo ha ido asentándose una interpretación en cierto modo heterodoxa respecto la que se desprende del correcto entendimiento de nuestros textos positivos.

Frente a lo que suele apuntarse, la verdad es que, aun cuando nuestra Ley de Sociedades Anónimas no menciona las Stock Options, sí ofrece normas bastante precisas para determinar su régimen, el cual, según anticipamos, varía según se hagan efectivas en especie o en dinero. Veamos ahora cual era el planteamiento aplicable antes de la promulgación de la Ley 55/1999 de 29 de Diciembre sobre “Medidas fiscales, administrativas y de orden social”, para pasar a examinar después las piezas en que se resume la reforma.

11. En relación a las opciones pagaderas en dinero

Son estas, a la postre, una especie de *bonus*, que sólo será admisible si se acomoda a lo previsto en el artículo 130 de la LSA. Este es el único texto en que la Ley española se ocupa directamente de las compensaciones de los administradores; y lo hace precisamente referenciándolas al beneficio, porque la Ley no gusta de que tales cantidades se paguen contra el patrimonio y mucho menos todavía descapitalizando la sociedad. Según ese precepto, deben darse las siguientes condiciones para que esos pagos resulten legalmente admisibles, a saber:

³⁶ Cfr. Anibal SANCHEZ ANDRÉS, Más sobre la legalidad de las “Stock Options”, en Diario *El País*, Suplemento “Negocios” día 9 de Enero de 2000 (aunque entregado el 20 de Diciembre anterior), p. 30.

i) Los administradores no tienen derecho a retribución alguna si no está prevista de antemano en los Estatutos Sociales, lo que como fácilmente se comprende, es algo sensiblemente distinto a su aprobación por una Junta de accionistas, como tiene unánimemente dicho la doctrina³⁷.

ii) Antes de pagar la referida compensación a los administradores es preciso que estén suficientemente cubiertas las atenciones que reclama la dotación de la reserva legal y de las demás reservas estatutarias que la sociedad pueda tener establecidas, lo que confirma la preocupación legal ya mencionada por asegurar la solidez del patrimonio y evitar la descapitalización de la sociedad; y por último y sobre todo, para empezar el análisis por el recuerdo de la muy rotunda -y seguramente también para muchos sorprendente afirmación que marca la postura por mí acogida en el artículo de referencia,

³⁷. Vid. la que recoge Eduardo POLO, "Los Administradores", en el *Comentario al Régimen de las Sociedades Mercantiles*, Tomo VI, Madrid, 1992, sub. art. 130. En lo que toca a la protección respectiva que se dispensa a los socios y a los gestores, el tema es efectivamente distinto para los *administradores*, quienes, con previsión estatutaria, no quedan a expensas de la Junta a la hora de concederles o ratificarles la compensación (tampoco ambas alternativas son equivalentes); y el régimen (estatutario o asambleario) ofrece también vías tutelares distintas para los *accionistas*, que conocen de antemano su alcance y características si constan en Estatutos, mientras han de decidir *ad casum* si así no fuera. El carácter ritual de las Juntas Generales no ofrece garantías suficientes para este control; lo que tampoco significa que sean mucho mayores o extraordinarias las que al respecto depara la mención estatutaria en el acto constitutivo (donde se acuerdan por *fundadores* —sin intervención de los socios futuros—, por *promotores* —en cuyo caso, según veremos, las garantías pueden crecer si, como yo creo, se les aplica por analogía la norma del artículo 11, que permite la fiscalización por la Junta Constituyente de las ventajas establecidas a favor de unos y otros— o si acceden a la norma constitutiva por reforma ulterior de los Estatutos originarios, nuevamente en base al acuerdo de su modificación adoptado en Junta General). Pero, lo que no es dudoso, es que la modificación introducida en este punto por la Ley de Acompañamiento de 1999, más allá de su potencial carácter retroactivo, supone —como después veremos— una aminoración de garantías legales, en la medida en que la falta de previa constancia estatutaria de las opciones ya concedidas podía determinar una invalidez que la ley posterior permite purgar. Naturalmente sin seguridad ninguna de que el beneficiario de la opción, que la ostentaba en base a un contrato válido y suscrito por órgano social que ostenta la representación de la sociedad que las concede, tenga que conformarse con una decisión negativa que sería un auténtico incumplimiento de contrato, si la figura fuera tan legal como la mayoría pretende. Sobre el tema de la constancia estatutaria Vid. más ampliamente, antes de la reforma, Fernando SANCHEZ CALERO, "Administradores" en *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid 1994, p. 207.

iii) La opción “no podrá pagarse a los consejeros, a menos que con carácter previo, se haya reconocido a los accionistas un dividendo del cuatro por ciento o el tipo más alto que los estatutos hayan establecido”³⁸.

¿Por qué digo esto último? Pues, en definitiva, porque creo efectivamente que, si la sociedad no ha repartido dividendos, las retribuciones o incentivos —en nuestro caso las *Stock Options*— no pueden pagarse. Desde un punto de vista económico, porque contradicen el postulado del “alineamiento” que, en perspectiva finalista, debiera dotarlas de sentido; y hablando jurídicamente, porque de hacerlo así estaríamos traicionando los fines de la Ley, cosa que resulta especialmente clara en el caso de quienes están obligados por su cargo a ejercer funciones gestoras y representativas en virtud de la relación orgánica que los vincula a la sociedad. Aunque el tema no me parece mucho más justificado en el caso de ejecutivos que gestionan por contrato sin puesto de Consejo (*Officers*), mi postura va referida en mayor grado a los administradores en un sentido jurídico-mercantil estricto³⁹.

Las razones que explican este pronunciamiento tan radical por mi parte son muy variadas y confluyen, una vez más desde muy distintos ángulos, en una dirección derechamente opuesta a la que está prevaleciendo en la práctica, seguramente al amparo de una interpretación literalista del artículo 130 de la LSA, que contradice frontalmente su contenido de regulación y el espíritu que lo informa. Tal interpretación *ad pedem literae* da por demostrado algo que a mí no me parece tan claro y, en concreto que el texto analizado es un precepto meramente *dispositivo*, cuyo campo de aplicación resulta limitado además al único supuesto que el propio artículo 130 menciona expresamente, esto es, al caso de que la *retribución* de los administradores se referencie al beneficio, por venir articulada específicamente como “una participación en las ganancias”. Interpretación literal que estimo discutible, pero que si fuera efectivamente exacta, significaría, ni más ni menos, que no habría lugar a predicar la necesidad de ajustarse al mismo patrón y régimen por esa norma establecidos, siempre que la remuneración de los administradores no estuviera referida al beneficio (líquido, para más señas). En mi opinión, sin embargo, y desde luego en lo

³⁸. Aunque la Ley no lo diga, si ese *tipo más alto* no tuviera carácter estatutario, sino que estuviera establecido en la propia ordenación legal de la sociedad anónima (como hasta la reforma del año anterior era el caso de las acciones sin voto), la regla sería la misma. Yo al menos no conozco ningún autor que sostenga lo contrario, lo que sería además interpretación dudosamente defendible.

³⁹. No es necesario recordar que el desempeño en tal concepto de la administración social hace jurídicamente viciado practicar por duplicado la misma actividad gestora en base a una falsa relación *laboral*, que, para ser auténtica, exigiría no solo vaciar de contenido la societaria, sino que supone la negación de la propia obligación de administrar. (Además del trabajo de GARCIA de ENTERRIA, J. ya citado, *Cfr.* asimismo Antonio TAPIA HERMIDA “La Alta Dirección Empresarial. Administradores y Altos Cargos”. *Homenaje a Manuel Broseta*, cit. II, p. 3723 y ss.)

que a nuestro asunto de los incentivos mediante opciones se refiere, esa doble premisa (naturaleza *absolutamente* dispositiva de la norma y *exclusiva* referencia al beneficio, por lo que toca a su campo de aplicación) no resulta precisamente indubitada; y, para entenderlo, basta preguntarse algunas cosas tan elementales como éstas: Lo que se afirma de la retribución propiamente dicha, ¿incluye también otros “incentivos” complementarios?; la evolución de las cotizaciones ¿es también una “renta del trabajo”?; ¿hay otra manera de “alinear” los intereses del *principal* (accionariado) y los de sus *agentes* (administradores), si no es por referencia al beneficio que reciben los aportantes del capital?

Empezando por este último punto (que, dicho a la anglosajona es el principal fundamento o *rationale* de la figura), resulta bastante obvio, absolutamente simple y desde luego manifiesto que, si de lo que se trata es de poner en línea los intereses de los administradores con los propios de los socios, el único sistema capaz de asegurar la completa alineación entre unos y otros es precisamente el de procurar que los gestores cobren exactamente igual que lo hacen los accionistas, es decir, de los beneficios, cuando existan y sólo cuando se haya decidido repartirlos, en todo o en parte, como dividendos. Porque el uso de otros posibles mecanismos alternativos que prescindan del reparto de ganancias a los socios subvierte el sentido de dicho alineamiento (el administrador cobrará casi siempre; el socio no); y, si lo que quiere decirse es únicamente que el cobro puede no estar referido al beneficio, habrá de admitirse que, no es menos cierto igualmente que, o bien deben tener algún reflejo en él (con lo que al llevar el modelo de referencia al mismo resultado debería quedar sujeto también a la misma regla), o bien deberá aceptarse que son mecanismos que ofrecen el claro inconveniente de medirse sobre módulos de cálculo que, sin tal reflejo en la cuenta de resultados, serán muy fácilmente falseables⁴⁰. De manera que, vistas las cosas desde este ángulo, no es absolutamente

⁴⁰. Excluidos ciertos casos especialmente el de las *dietas*, que siendo proporcionadas no plantea problemas (y en otro caso sería un sarcasmo pagarlas bajo tal nombre), los sistemas usuales de compensación a los administradores que recuerda la doctrina más autorizada — alguno de cuyos representantes (Eduardo POLO “Los Administradores” en *Comentario cit.*, p. 199) tampoco considera “satisfactoria” la solución que aquí tratamos de desmontar, aunque se resigne “dolorosamente” a soportarla— se concentran principalmente en el cálculo sobre la *cifra de negocio* o se referencian al *volúmen de operaciones*. Pero si el incremento de una u otra no se traduce en el mejoramiento de la cuenta de pérdidas y ganancias, y tampoco se refleja en el reparto de las últimas, no sólo hay que temer (sino que está suficientemente acreditado por estudios empíricos) que esos y otros sistemas hacen que sean los propios “directivos quienes incentiven las operaciones de adquisición y/o fusión u *otro tipo de operaciones singulares* en función de los efectos sobre sus contratos blindados y sus *opciones sobre acciones*” (Sic. Alvaro CUERVO, “El mercado de control de empresas, el blindaje de los directivos y el núcleo duro”, en *Una Década de Transformaciones en los Mercados de Valores*, CNMV, Madrid 1999, p. 175, énfasis añadido y con referencias suficientes a los estudios en cuestión)

exacto que la Ley se limite a regular un mecanismo singular entre otros varios alternativos posibles y que podrían ser acreedores, por tanto, de una disciplina distinta: por el contrario, lo que está haciendo nuestro legislador es marcar el *sentido* de la regulación elegida por el ordenamiento, es decir el *modelo legal* de alineamiento que en ese mismo texto patrocina y, por tanto el *principio* ordenador aplicable a esos fenómenos, aunque se haga en contemplación de un supuesto que hoy se interpreta incorrectamente como un fenómeno *singular*, pero que fue históricamente no un simple caso, sino el *paradigma* definidor de la regla. En este sentido podríamos concluir —*servata distantia*— que la lógica del Derecho mercantil, por mucho que a estas alturas resulte sorprendente para más de uno, no ha sido tradicionalmente muy distinta a la que refleja el conocido dicho de San Pablo: *quien sirve al altar, que viva del altar*; y cuando ese altar sea precisamente el beneficio, el servidor, igual que los señores, que cobre también del beneficio. Dicho en pocas palabras, significa esto que, aun cuando el diseño de la norma parezca el propio de una simple regla supletoria, lo cierto es que estamos realmente ante un supuesto que resume en sí mismo el principio general de regulación y, por tanto, que más allá de las funciones “directivas” que nuestra doctrina más autorizada reconoce también hoy al llamado “Derecho dispositivo”, permite concentrar dentro del tratamiento de un caso concreto el mandato general al que se reconducen (como hemos visto no caprichosamente) cualesquiera otros supuestos no mencionados, si responden a la misma lógica mercantil aquí desentrañada⁴¹.

Pero esta identificación del sentido de la norma y de la lógica mercantil que la preside no termina ahí. Porque la misma fórmula ordenadora antes comentada es la

¿Será necesario recordar en qué medida alguna sociedad española, aflorando plusvalías latentes, ha mejorado su cotización, que ha vuelto a pegar un salto espectacular cuando anuncia la adquisición del 100% del capital de sus filiales, con objeto de sacarlas después otra vez a Bolsa (es decir que la sociedad compra para revender participaciones que no necesita para “controlar”), aflorando así nuevas plusvalías que harán subir de nuevo la cotización, etc. etc. ?.

⁴¹. Históricamente además la inexistencia de un régimen distinto al propio del Derecho privado general en lo que toca a la protección de las llamadas *relaciones de trabajo* hacía menos interesante el “arbitraje regulador” y la huida hacia regímenes superiormente tuitivos que luego mencionaremos. De suerte, que ni los representantes de la “propiedad” ni los simples gerentes aspiraban entonces a confundirse con la modesta clase obrera. Para el significado “ordenador” del propio Derecho “dispositivo”, *Vid.*, por todos, Federico de CASTRO, *Estudios Jurídicos II*, Madrid 1997, p. 921 y ss. y luego 1251 y ss., donde se reproducen ahora los dos más importantes que el autor dedicó al análisis de los límites inmanentes de la autonomía de la voluntad; y, tras sus huellas, de manera más sintética, pero inequívoca, Antonio M. MORALES MORENO, Voz “Derecho dispositivo”, *Enciclopedia Jurídica Básica* de Civitas, II, Madrid 1995, p. 2279 y ss.

que la propia Ley aplica a otros fenómenos que también incluyen un componente de estímulo o incentivo en relación con el posible esfuerzo y talento que determinadas personas despliegan a favor de la sociedad. Demostrativo de ello es que cuando la Ley regula las llamadas *ventajas* de los promotores y fundadores también las referencia al beneficio social (Art. 11). Con algunas particularidades añadidas y dignas de mención, ya que la mayor experiencia histórica sobre los abusos a que puede prestarse el reconocimiento de tales derechos especiales ha llevado al legislador a excluir expresamente en este caso referencias alternativas (en otro tiempo posibles) a cualquier parámetro distinto que no sea el propio beneficio líquido, prohibiendo además que el incentivo pueda dar más acciones a sus beneficiarios y limitando finalmente su cuantía dineraria, lo que tiene enorme interés en una perspectiva de interpretación analógica. Ya sé que esta llamada a la analogía puede sorprender también a más de uno; pero es preciso recordar que, en otro tiempo, quienes fundaban o promovían compañías se “incentivaban” de antemano por esa vía frente a los simples inversores que concurrían a la compra o suscripción pública de las acciones, debiendo añadirse además que todavía hoy, cuando una sociedad “cerrada” emprende procesos similares de *going public* para salir a Bolsa, los antiguos dueños se reservan normalmente participaciones de control así como los puestos del órgano administrativo, y terminando, por último, en el hecho bien explícito de que ese mismo es el significado de los famosos *núcleos duros* en los procesos privatizadores de nuestro tiempo; procesos que, implican muy importantes cambios estructurales en la propiedad y organización de la sociedad, que, si a algo se parecen (económica, jurídica y, a la postre, realmente), es precisamente a una *refundación* de la misma⁴².

Así pues, la doctrina expuesta permite comprobar que hay más de una norma en la Ley de Sociedades Anónimas española inspirada en el mismo criterio de valoración, y que esa predilección legislativa por referenciar los estímulos e incentivos al beneficio responde a la convicción de que, si se hace de otro modo, los problemas que tales compensaciones plantean no quedan bien resueltos. De manera

⁴² Hay sugerencias interesantes en esa línea, en lo que toca sobre todo al caso de compañías privadas antes cerradas que se “abren” al mercado, en la obra de GOWER (*Principles of Modern Company Law*, Stevens, London 1969, 1ª reimp., p. 270 y ss.). A la vista de lo que se comenta no habría lugar a discutir la aplicación analógica de la norma a quienes *promueven* las privatizaciones, si no fuera por el significado *formalista* que en nuestro Derecho tiene el concepto de “promotor” (Cfr. VELASCO SAN PEDRO, “Las ventajas de fundadores y promotores en las sociedades anónimas”, *Homenaje a Aurelio Menéndez*, II, p. 2625 y sss.). Pero, incluso contando con semejante condicionamiento, pocas dudas pueden abrigarse de que la firma de un *programa de fundación* no es substantivamente distinta de la del *folleto de una oferta pública* de venta de valores, con la ventaja añadida de que obligaría a concentrar el círculo de beneficiarios de semejantes incentivos (siempre peligrosos) a quienes con su nombre asumen la responsabilidad por el contenido del folleto referido.

que aun cuando no sea incorrecto decir que la Ley *sólo regula* la remuneración de los administradores cuando se construye como participación en las ganancias, no lo es tanto cercenar la validez general de la regla allí prevista; entre otras cosas porque, si en lo demás existiera una verdadera laguna, habría que colmarla precisamente recurriendo al dictado del referido artículo 130, como expresión positiva del *standard* o principio general que marca el criterio jurídico de valoración. Un criterio jurídico que además encuentra apoyo y fundamento por partida doble en razones económicas muy sólidas y escasamente discutibles. La más obvia ya la conocemos: la Ley sólo regula la participación con cargo al beneficio porque no le gusta que gravite contra el patrimonio y menos aún que su pago pueda contribuir a descapitalizar la sociedad. Pero la regla demuestra suplementariamente toda su coherencia más allá de ese hecho en el dato complementario de ser la solución que mejor alineamiento procura entre partes potencialmente enfrentadas o que se encuentran en conflicto de intereses. La regla es, en efecto, sumamente coherente, ante todo, porque, además de posibilitar la confluencia de intereses o “alineamiento” entre accionistas y administradores mucho mejor que otras, es la única además que no disocia a favor de una de las partes en conflicto la correlación entre *commoda et incommoda* o, si se prefiere, porque establece un factor de correspondencia justo y equilibrado entre los lucros y riesgos de una relación agente- principal que está presidida por el *álea* de empresa⁴³.

⁴³. Este criterio de correspondencia muestra, en el *plano económico*, el carácter *eficiente* de la regla y, en el *jurídico*, abre paso a juicios de *mérito* sobre su razonabilidad o *proporción*, cosa muy necesaria en los casos de desmesura del incentivo y, sobre todo, cuando su percepción desemboca derechamente en prácticas leoninas o de carácter fraudulento. Por cierto juicios tocantes al control del contenido que, frente a quienes piensan que la perspectiva *causalista* es extraña a la ordenación contractual en la esfera societaria, no falta siquiera en el sistema norteamericano, que tantas veces se toma como modelo sólo para lo que conviene. Según ha dicho uno de los autores encargados de la revisión de la *Model Business Corporation Act* (1984), tras recordarnos que las opciones nacen precisamente vinculadas a los “programas” de extensión de la propiedad a los empleados, el sistema aparece específicamente abierto a revisión en caso de fraude y así se nos dice: “Many state corporation statutes contain provisions that authorize the issuance of shares in connection with employee stock purchase or *stock options* plans by board of directors (*emisión por los directores* —advértase bien— *que no para sí mismos*), añadiendo seguidamente “and provide *absence of fraud* the determination by the board of the consideration (equivalencia del precio) for such shares shall be conclusive”, según prescribe, por cierto, el parágrafo 6.24 de aquel texto (Robert W. HAMILTON, *The Law of Corporations*, St. Paul, Minn. 1996, p. 159). En consecuencia, si hubiera fraudes, o la compensación fuera desproporcionada, podría impugnarse. Y también por este lado se advierte la analogía con los incentivos de promotores y fundadores, que las leyes norteamericanas más recientes parecen sujetar a idéntico control del contenido y “mérito” (Michael H. HORWITZ, “Founder’s Shares: An Analysis of Merit Review under the Oregon Securities Law”, 32, *Williamette Law Review* 1996, p. 249 y ss.)

12.- (sigue) Huida de la disciplina mercantil y uso alternativo del derecho

La coherencia de las reglas mercantiles antes mencionadas sube seguramente de punto cuando se recuerda —aunque hoy pocos parecen querer hacerlo— que los administradores de las grandes empresas cotizadas o no, en cuanto órganos sociales o corporativos que son (o como *Organträger*, para ser más precisos) no deben verse técnicamente como algo autónomo o exterior a la propia sociedad que los instituye y nombra, sino que se configuran en realidad a modo de parte integrante de la sociedad misma y más precisamente también como *membra corporis*, prolongación, o *arm's length* de la persona jurídica que actúa por su conducto. Y esto, como fácilmente se comprende, hace de los miembros del Consejo, o *Board of Directors*, algo más que un *alter ego* del empresario para el que trabajan, calificación esta última seguramente predicable respecto de simples *Officers*, incluido el CEO o *Chief Executive*, a quien nosotros llamamos un Director General. Lo estimo así ya que los consejeros se nos presentan, en cambio, como gestores revestidos de poderes de raíz y alcance corporativo, que no como apoderados externos nombrados desde fuera de la sociedad por vía convencional o voluntaria. Recordar semejante distinción y doctrina no es ocioso porque forma parte de la propia naturaleza de las cosas, que, desde la cabeza a las extremidades, todas las partes de una corporación, como la de otro *corpus* cualquiera (organismo vivo o creación jurídica) debe compartir beneficios y riesgos, como expresión de su unidad de destino (biológica o institucional). Pero semejante esquema, que normalmente se ve con simpatía y ayuda en nuestro caso a explicar el famoso “alineamiento” en lo que toca al cobro de incentivos, siempre resultará más difícil de aceptar de buena gana por sus mismos patrocinadores cuando se trata de compartir las cargas. Por esa razón, frente a lo que pudiera sugerir el preciso recordatorio de tantas doctrinas generales del Derecho mercantil, lo cierto es que la retribución de los administradores sociales, en todas sus manifestaciones (y mucho antes de que se generalizaran esquemas de compensación variable y el sistema de gratificaciones o incentivos) había huido de la matriz del beneficio regulada hoy en el artículo 130 para refugiarse (aprovechando su aparente carácter “dispositivo”) en otros textos algo equívocos o más confusos que permitían contabilizar tales retribuciones primero, y los incentivos que se les fuera añadiendo después, a modo de *gasto* del ejercicio, como si de otro coste salarial cualquiera se tratara. Tal ha sido la *fórmula mágica* seguida en este punto por el Derecho para transformar en situación laboral una posición mercantil que, por lo ya visto, en otro tiempo repudiaba explícitamente semejante caracterización⁴⁴.

⁴⁴ Igual que la mencionada en la nota 17 o la que en parecida línea analizaremos después en el número 14 de este estudio, la *fórmula mágica* aquí considerada ya encontró puerta abierta

Lo que nadie había aclarado hasta ahora es que semejante construcción alternativa, que viene a construir el incentivo como un gasto, conduce a un resultado exactamente contrario al que se predica como fundamento para su concesión, negando así el pretendido efecto del “alineamiento” que sirve de justificación a las *Stock Options*. No se trata simplemente de que la puesta en línea que marca el tan repetido artículo 130 (esto es, que el administrador no cobre, si antes no se paga a los socios) se vea simplemente desconocida bajo el nuevo modelo laboral. Tal orientación alternativa y su resultado pernicioso ya estaba clara con anterioridad en el artículo 74 de la LSA de 1951 (porque ciertamente el criterio es bastante antiguo, y ni el alineamiento ni su ruptura constituyen, precisamente, un hallazgo novedoso de la muy glorificada doctrina norteamericana de nuestros días). Desde entonces sabemos que la solución laboral no sólo sortea o subvierte la lógica mercantil, sino que realmente la propia idea de un alineamiento entre socios y administrador resulta frontalmente desmentida por esa vía. Porque al tratar el pago de las remuneraciones e incentivos del Consejo de Administración como un coste laboral, y consiguientemente como un gasto, los administradores cobrarán siempre mientras ejerzan sus cargos, aunque no quede un solo euro o una mísera peseta para retribuir el capital (a los socios), inclusive en los supuestos más graves de suspensión de pagos, quiebras no declaradas y liquidación voluntaria por pérdidas⁴⁵.

en el antiguo número 2, *b* del artículo 105 de nuestra primera LSA, al regular la estructura de la cuenta de pérdidas y ganancias y desde entonces está influyendo en la vigente, por la interpretación que ordinariamente se dispensa al actual artículo 189 de LSA, con la ayuda de otras normas fiscales que —incluso cuando la retribución se referencia al beneficio— permiten considerarla como partida deducible de los ingresos. La verdad es que la referencia que el art. 189 hace a los sueldos, salarios y *asimilados* no dice que la retribución de los administradores sean lo uno ni lo otro y hasta no se refiere explícitamente a ellos. Pero, como se ha recordado también para explicar lo que yo llamo la transformación de una retribución mercantil en gasto salarial, ayuda asimismo a interpretarlo de ese modo la norma del artículo 200 LSA, que pide dejar constancia en la *Memoria anual* (colocando todas las rúbricas en el mismo plano) “el importe de los sueldos, dietas y *remuneraciones de cualquiera clase*, devengados en el curso del ejercicio por los miembros del órgano de administración, cualquiera que sea su causa” (Eduardo POLO, *Administradores*, cit. ps. 197-198 con suficientes referencias).

⁴⁵ Es este otro ejemplo magnífico de cómo el capitalismo, que se justificó en sus orígenes por su mayor disposición a asumir o tomar riesgos, y, por tanto, como reacción frente a la sociedad feudal y al inmovilismo de “clases” improductivas, ha ido perdiendo semejante componente legitimador al esforzarse por desplazar tales riesgos a los demás. Tema al que ha dedicado bastantes reflexiones Francesco GALGANO (*Vid.* por ejemplo *Las Instituciones de la Economía capitalista*, Tradc. españ. de Broseta y Alborch, Valencia 1980), no creo que sea necesario volver ahora sobre su significado.

En este caso, la lógica, fundamento, o *rationale* de la que se echa mano alternativamente para procurar justificación a tan drástico cambio de rumbo ya nos es familiar, puesto que enlaza con el argumento previamente adelantado —y de apariencia muy respetable— según el cual, a diferencia de los socios (que pueden diversificar el riesgo invirtiendo en valores de sociedades distintas), los administradores comprometen todo su *capital humano* en una sola empresa (la que gestionan), quedando expuestos además al albur de poder ser despedidos en cualquier momento por la Junta General de accionistas (revocabilidad *ad nutum*); circunstancias ambas que —según se nos dice— explican suficientemente y por sí solas la “necesidad” de ponerse al abrigo de tan grave desenlace⁴⁶. Surgieron así los famosos contratos “blindados”, *Golden Parachutes* o indemnizaciones por despido que, igual que ha sucedido hoy con las *Stock Options* han presentado siempre ciertos episodios de desmesura (en España y fuera de ella), razón por la cual nuestra doctrina más reciente y autorizada prefiere enfocar, a mi juicio con fundamento, el tema de las retribuciones al margen de posibles abusos singulares y también (aunque en este punto mi coincidencia con esa doctrina no sea tan completa) desde lo que llama la lógica *ex ante* (es decir cuando “libremente” las partes convienen las indemnizaciones de común acuerdo), en vez de analizar los resultados que producen *ex post* (cuando llega el momento de activarlas y la sociedad se ve obligada a pagar las compensaciones convenidas). Bajo esta perspectiva, atendiendo de una parte al riesgo mencionado, por el lado de los administradores, y, de otra, a la conveniencia de la empresa, por el suyo, de procurarse los gestores más capacitados en el seno de un “mercado” de directivos muy competitivo y dinámico, el planteamiento más extendido tiende a pensar hoy que existe una coincidencia de intereses entre ambas partes (empresa y directivos) que confluye aparentemente en esa conveniencia declarada de permitir por anticipado soluciones que concilien y den satisfacción recíproca a los respectivos de unas y otros⁴⁷.

⁴⁶. Cosa no del todo exacta si los administradores cobrasen exclusivamente en dinero y, en aplicación de la óptica de mercado antes expuesta, destinasen sus excedentes a construir una cartera diversificada e inclusive hicieran uso de productos derivados para limitar sus riesgos, según acostubran ya a operar muchos *managers* norteamericanos (*The Economist*, cit. p.20)

⁴⁷. Tal es, en síntesis, la explicación más clara que conozco sobre el tema, que ahora está bien resumida y expuesta, con buena documentación y conocimiento de la práctica, por nuestra doctrina más reciente y autorizada; la cual, por otro lado, no ahorra críticas, a mi parecer justificadísimas, a la concepción “laboralizadora” de los administradores que luego mencionaremos (*Vid.* por todos con ulteriores referencias, GARCIA DE ENTERRIA, ob. y lug. cit.). Advértase que califico la concepción de “laboralizadora”, que no de técnicamente laboral, porque hay aspectos específicos de esta última óptica —muy visibles en las soluciones de justicia material dadas a más de un caso polémico— que son muy variados, distintos, perfectamente explicables y que no pretendo ignorar. Quien quiera profundizar en tales aspectos laborales encontrará excelente guía en el *working paper* de Miguel A. LIMON, ya mencionado.

Naturalmente a nadie se le oculta que semejante esquema introduce importantes limitaciones en el normal funcionamiento del mecanismo mercantil de libre revocabilidad, ya que cercena la posibilidad de cesar *ad nutum* a los cargos de confianza, cuyos titulares perdurarán tanto más fácilmente —aun siendo personal incompetente (y por este lado se ve también la ineficiencia de semejante solución)— con tanta mayor probabilidad cuanto mayor y más alto sea el número y la cuantía de las indemnizaciones a pagar por su despido. Esto no es un simple condicionamiento *de facto*, como a veces se dice, sino también una auténtica limitación *de iure*; porque entorpece el libre despliegue de una regla jurídica, que de poco sirve mantener si se ha hecho prácticamente inaplicable (aunque siempre es mejor que perdure, siquiera como testimonio de la violación de los principios). Pero, al margen de la posición que cada cual pueda tener sobre este asunto, lo cierto es que la gran objeción que debe hacerse a semejantes planteamientos enlaza, una vez más, con el falseamiento que esa artificiosa lógica laboral introduce en la mercantil de siempre, merced a argumentos de significación contradictoria que se desmienten además los unos a los otros para circunvalarla⁴⁸.

¿Por qué digo que los argumentos son artificiosos y contradictorios entre sí? No sólo porque los consejeros no son empleados ni trabajadores, sino porque el riesgo de “despido libre”, que padecen y que yo nunca negaré, nada tiene de injusto desde la referida lógica mercantil; y mucho menos si resulta además que el tan glorificado *mercado de directivos*, del que se nos habla, existe efectivamente, es dinámico y discrimina bien, cumpliendo su función de nuevo demiurgo dispensador de premios y castigos. En tales condiciones, la condena de los malos administradores a las tinieblas exteriores nada debe preocuparnos, si colabora efectivamente a seleccionar a los mejores entre ellos, los cuales, cuando verdaderamente lo son, nunca serán despedidos; y, si lo fueran, nada tienen que temer, porque su cese abriría una batalla concurrencial inmediata entre empresas deseosas de “recuperarles”, pagando sus servicios a buen precio. He ahí donde radica la debilidad de la distinción entre una óptica *ex ante* y otra *ex post*: porque no hay razón para “blindarse” de ante-

⁴⁸. Acerca de la discusión sobre el mencionado condicionamiento de la libre revocabilidad, y también con indicaciones suficientes respecto del tema (poco menos que reversible) de si debe procurarse la protección de los administradores frente a decisiones arbitrarias de la Junta o a los socios frente a la supremacía que tales administradores están cobrando frente a ella también *de facto* y *de iure* es suficiente consultar BLANQUER, *ob. cit.* p. 407 y, con anterioridad, Juan Pablo RUANO “Sobre el órgano de administración antes y después de la Reforma de 1989”, en *Estudios sobre el régimen de las Sociedades Mercantiles*, T. II. Colegio de Registradores, Madrid 1991, p. 180.

mano ante el desafecto de una Junta de accionistas que antes aplaudía al administrador (o frente al rechazo de la nueva mayoría impuesta por un *raider* o asaltante hostil que ya no quiere mantenerlo en su cargo) si el “mercado” acoge inmediatamente en su seno a los buenos gestores para recolocarlos⁴⁹.

En conclusión, o creemos en el mercado, y entonces aceptaremos sin rechistar el juicio de la mano invisible, o nos acogemos al paternalismo de una legislación laboral más tuitiva, que nos permita reaccionar contra el riesgo de despido libre. Pretender lo uno y lo otro al mismo tiempo resulta contradictorio; aunque reconozco que es solución aún mejor y ciertamente ideal para los administradores; pero antes o después esa contradicción permite descubrir que alguien está jugando, como vulgarmente se dice, *a dos barajas*. En este caso tal conclusión no es difícil de sacar cuando quienes defienden la eficiencia del despido *at will* para los demás no se resignan a soportar el suyo y repudian el trabajo *precario* en su oficio. Y en este punto, para decirlo todo, el sistema de *Stock Options*, aparentemente más presentable que los famosos *Golden Parachutes*, no han venido a resolver ese problema ni tampoco ha servido para sustituir tales paracaídas dorados. Las opciones son hoy otra pieza más que ha

⁴⁹. De hecho, al menos entre nosotros, ni siquiera los “malos” administradores tienen tantas dificultades para ser “recuperados”. Ni el mercado de directivos ni la función depuradora de las OPAS (a la que se refirió tempranamente entre nosotros Fernando SANCHEZ CALERO “Consideraciones generales sobre las ofertas públicas de adquisición de acciones” *Boletín Cámara Oficial de Comercio e Industria de Alava* 1971, separata), a través de ese otro “mercado” nuevo que ahora se llama *mercado de control corporativo*, son mecanismos tan precisos que no sufran sus propias ineficiencias, relativizando el logro de los objetivos darwinistas arriba referidos. Por lo cual JENSEN y MURPHY (*CEO Incentives*, cit. p. 139) insisten en la idea de que es más importante penalizar la falta de productividad que recompensarla (140). Una vez más en este punto la reversibilidad de los argumentos intenta conciliar lo uno y lo contrario, asegurando que el blindaje facilita el comportamiento más favorable de los administradores hacia el interés de los socios, aun en el caso de ofertas hostiles que ponen en peligro su cargo, porque la pérdida del mismo ya no será tan temible si resulta adecuadamente compensada de antemano (GARCIA de ENTERRIA, “OPA y Mercado de control”, en *Una Década*, cit. p. 159 y ss.). Pero, ni como creyente que soy en ese hipotético mercado de control, es posible descansar en la comodidad de tales teorías y conceptos; y los últimos estudios empíricos que conozco sobre *Mergers and Acquisitions* no permiten llegar a conclusiones firmes y más bien apuntan a que el posible efecto maximizador del valor del accionista no es tan fiable como se suponía en el caso de tales operaciones (KPGM, *Unlocking Shareholders Value. The Key to Success. Mergers and Acquisitions. A Global Research Report*, London 1999. Agradezco a la división española de esa firma haberme facilitado un estudio que revisa las mayores operaciones *cross-border* de esa naturaleza, realizadas entre 1996 y 1998, facilitando la comparación entre datos europeos y norteamericanos).

venido a añadirse al ya abundante catálogo de compensaciones, y, en concreto a las convenidas en cláusulas de despido. Consumada por acumulación la huida de la lógica mercantil hacia la disciplina laboral, sólo faltaba conseguir asimismo un trato fiscal más justo, permitiendo que los réditos que tales incentivos procuran se sometan al tratamiento de las plusvalías que rigen las ganancias del capital, en lugar de considerarlas como rendimientos del trabajo personal, aunque sean irregulares. Parece que en esa línea empezaban a trabajar algunas asociaciones patronales cuando el escándalo descrito al principio estalló y el planteamiento se vino al traste. Cosa lamentable, en opinión de más de uno; porque ¿puede alguien con conocimientos elementales de economía y que no este deformado por el prurito recaudatorio, afirmar que la inversión en acciones, (tan importante para el desenvolvimiento de la empresa) y aun las plusvalías que se obtienen “apostando” al mejoramiento de su cotización (como he dicho en nuestro Ministro del ramo) son efectivamente renta del trabajo de quien formula tales apuestas? Es ahí donde la reforma fiscal de las *Stock Options* desmiente la lógica públicamente manifestada por el titular del departamento correspondiente y la que explica que otros “apostantes” que invierten en opciones por sí mismos (pero en quienes no concurre contemporáneamente la condición de administradores de la sociedad emisora de las acciones que le sirven de subyacente a las opciones) se vean ahora como chivos expiatorios de un problema que han generado otros. Y es también por ese lado por donde, me parece, cobran mayor sentido las quejas de quienes se lamentan que un episodio escandaloso haya entorpecido la revisión “constructiva” de la fiscalidad de una figura que no estaba ni va a estar correctamente planteada. Porque, una vez consolidado el tránsito de la lógica mercantil a la laboral, si hubiéramos acertado a reservar ésta última para sueldo y demás retribuciones propiamente dichas (incluidas las compensaciones por despido) y se hubiera avanzado contemporáneamente en el tratamiento tributario de las que tienen su fuente en opciones como *capital gains*, habríamos acertado exactamente con el perfecto uso alternativo del Derecho, que consiste en aprovechar de cada una de sus ramas sólo lo que nos interesa. Por eso tenía tanto sentido preguntarse, como antes lo hacíamos nosotros, si es lo mismo un sueldo que un incentivo y si estos últimos, cuando se traducen en el disfrute de la diferencia o plusvalor alcanzado por la cotización de las acciones, son o no rentas de trabajo. Ironías aparte, yo no lo creo; lo que tampoco significa que la legitimidad de tales recompensas no pueda ser relativizada y, eventualmente, puesta directamente en entredicho.⁵⁰

⁵⁰ Porque, sin necesidad de enredarse ahora en disquisiciones conceptuales de mayor fuste, es un hecho reconocido (incluso a nivel de simples trabajos de divulgación) que la extraordinaria

13. La articulación del pago en acciones en los sistemas anglosajones

La huida hacia el régimen laboral, como fórmula mágica dirigida a sustraer a los administradores de la disciplina mercantil no termina ahí y cobra perfiles aun más sorprendentes cuando las opciones se ejercitan en especie y se resuelven en la entrega efectiva de acciones de la sociedad que las concede. Pero, como a todo hay quien gane, no estará de más añadir que semejante retablo de las maravillas se queda pequeño cuando se compara con el panorama de los Estados Unidos, donde según se nos dice “Una firma sin apenas activos puede competir cara a cara con IBM para conseguir un buen *staff*, simplemente porque puede atraer a los más listos ofreciéndoles opciones”; cosa tanto más sencilla, por lo demás, cuanto que allí las normas permiten por regla general que las sociedades no tengan que asentar esas opciones en contabilidad como gasto, tal como es obligatorio hacer con otras formas de compensación. La razón es muy simple: las opciones no le cuestan a la sociedad ni un dólar y, por tanto, puede concederlas gratis; porque, cuando tenga que entregar las acciones correspondientes, les bastará poner en marcha una nueva emisión, sin tener siquiera que excluir el derecho de suscripción preferente de los antiguos socios, que en ese país, como ahora intenta hacerse en el nuestro, ha pasado al desván de los recuerdos. Naturalmente, y dicho en román paladino eso no significa que tan brillante solución carezca de coste; el coste existe y sale además directamente del bolsillo de los viejos accionistas, *by diluting a firm's existing equity*, es decir, por el “aguamiento” o dilución que experimentan las acciones de los socios anteriores⁵¹.

subida que vienen experimentando las cotizaciones no es hecho que pueda imputarse al esfuerzo y la pericia de gestores extraordinarios. No son pocos los administradores que han hecho una fortuna por estar en el sitio justo en el momento adecuado; otros se han hecho ricos porque el valor de las acciones de sus compañías creció precisamente en línea con el mercado; y éste está sobrevalorado por la situación general de la economía, el exceso de confianza de consumidores e inversores, además de por otros factores exógenos *beyond of control of corporate bosses* (Sic, expresamente, *The Economist*, cit. p. 20, que, como todo el mundo sabe, es una revista por lo menos liberal).

⁵¹. “The trouble with stock options”, en *The Economist*, 7 de Agosto de 1999, p. 11. Por otro lado, según ese artículo “Options that are not set off against corporate income inflate reported profits, perhaps by as much as 50%.”. No se si será necesario subrayar que en este caso el efecto de enmascaramiento del coste (que debe recordarse frente a quienes niegan que en tales procedimientos exista asistencia financiera) no es resultado de una contabilidad creativa. Los intentos realizados por el *Financial Accounting Standard Board* (FASB) para obligar a las sociedades a cargar el coste de las opciones contra beneficios fueron “degollados” por el Lobby corporativo en 1995 (“Share Options. Share and Share unlike”, *ibidem*, p. 19).

Entre la alternativa de que la sociedad pague a una entidad financiera la prima para procurarse las opciones que luego concede a sus consejeros —según aludíamos al principio de este trabajo— y la posibilidad de procurárselas gratis, confiando su ejecución a una futura ampliación de capital —tal y como acabamos de apuntar ahora— existe todavía alguna otra solución intermedia, que debe mencionarse también antes de ver cuáles son las reglas aplicables en nuestro Derecho. La más clara es echar mano de la “autocartera” de la sociedad o proceder a programas de recompra de las propias acciones, a fin de disponer de las necesarias para el canje en el momento de ejercicio de la opción. Lo que ocurre es que este mecanismo no resulta precisamente inocuo y fomenta un amplio catálogo de malas prácticas entre las cuales la más conocidas son las siguientes:

- i) La sociedad recompra las propias acciones cuando su cotización empieza a caer, con un doble efecto perverso, a saber, el tráfico de acciones propias falsea los precios de mercado; y al ayudar a invertir la tendencia bajista favorece —*rectius* subvenciona a costa de los fondos sociales— el mantenimiento de la plusvalía que realizará el administrador cuando ejecute la opción⁵².
- ii) Según un estudio muy reciente, desarrollado en parte por funcionarios del *Federal Reserve Board*, es decir, del Consejo de Gobierno del Banco Central de Estados Unidos, las operaciones programadas de recompra (*the recent surge in buy-backs*) reflejan un intento de devolver aportaciones a los accionistas de manera que ayude a elevar el valor de las opciones de los ejecutivos, de forma más directa, segura y efectiva que lo haría nunca un simple reparto de dividendos, que no favorece el alza de la cotización⁵³.

Lo recuerda también entre nosotros Guillermo de la DEHESA (artículo igualmente citado) quien no obstante mantiene una visión más optimista de la figura que se parece bien poco a la *gloomy-picture* que cabe deducir de la lectura de ambos textos de *The Economist* (tantas veces citados aquí y cuyo repaso se recomienda encarecidamente como vacuna, frente a tanto tópico con que se nos regala actualmente. Sobre todo, porque, como queda dicho, esa revista no es precisamente una publicación de izquierdas).

⁵² El mecanismo se califica en el artículo de *The Economist* últimamente citado directamente como “siniestro”, señalando precisamente *that companies often buy their own shares aggressively at times when the market looks about to tumble, thus helping to reverse its direction* (lug. cit.)

⁵³ George FENN and Nellie LIANG, *Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives*, citado (la segunda trabaja en el *Federal Reserve Board*).

- iii) Por último, en ocasiones (por no decir cada vez más a menudo) las sociedades están tomando dinero a préstamo (o emitiendo deuda) para asegurarse los recursos necesarios a fin de recomprar las acciones, sobre la base de una doctrina que, no obstante valer a sus autores el premio Nobel, encuentra en esta práctica su última prueba — por ahora— de académica insensatez⁵⁴. Para quien no haya entendido todavía lo que semejantes prácticas suponen, añadiré que, reemplazando al *free float* (o capital disperso) por deuda, lo que se consigue, más allá del disfrute de mayores cuotas de canje cuando la opción se ejercita (por el incremento del valor que reciben las acciones que quedan), es algo no menos relevante, a saber, que los administradores aumenten directamente su cuota de participación y el poder de control dentro de la sociedad en la misma medida que disminuye el número de acciones en circulación. Y todo ésto a ellos no les cuesta ni un dólar, ni tampoco en este caso sale de la caja social, ya que viene de los obligacionistas (o de los suscriptores de acciones rescatables) que insuflan los nuevos recursos con los que se devuelven las aportaciones a los accionistas cuyas participaciones se recompran⁵⁵. En una palabra los administradores están convirtiéndose en propietarios gracias, en parte, al dinero de los demás.

⁵⁴ Por usar la terminología que nos sugiere su más ecuánime crítica (Louis LOEWENSTEIN, *Sense and Nonsense in Corporate Finance*, Addison- Reading, Mass. 1991). Hablamos de la doctrina de Modigliani y Miller, según la cual *caeteris paribus*, es decir, otras variables a un lado, poco importa si la empresa se financia mediante capital o mediante deuda; porque este aspecto no produce diferencia ninguna en la valoración de la firma. Lo que sucede es que — como recuerda el primero de los artículos de *The Economist* aquí citados (p.12) y bien sabemos desde siempre los mercantilistas—, en los malos tiempos, las sociedades endeudadas son más vulnerables a la quiebra que las que no lo están; y, en consecuencia, el recurso al *caeteris paribus* u *other things equal* es una falacia. Por lo demás cuando el precio de las acciones está caro y los créditos no son baratos, la práctica sana no es la recompra de acciones en circulación, sino la venta de otras nuevas, para incrementar los recursos propios y aumentar el *free float* en condiciones ventajosas (*ibidem*, p. 19, con recuerdo de las prácticas mas sensatas de Goldman Sachs y otros *Investment bankers*). Si alguien se sorprende de que muchas sociedades tengan que endeudarse para dar ejecución a los programas de recompra hay que añadir que el importe de los compromisos a cumplir por razón de las opciones ha subido en USA desde los 20 billones de dólares, que alcanzaba en 1991, hasta 220 (es decir \$ 220 *billion-worth of shares*). Ese, y otros datos igual de inequívocos, en el segundo de los artículos tan insistentemente citados.

⁵⁵ Lo alaban JENSEN y MURPHY, *Ceo Incentives*, cit. p. 141, sin referirse a las “rescatables”.

Dado el escaso resultado que, para poner coto a semejantes prácticas, puede proporcionar la aplicación de la doctrina del “despilfarro”, ya mencionada, hay que preguntarse si existen otras vías legales para cortar posibles abusos. Y efectivamente las hay, empezando por el llamado *self-dealing*: lo que ocurre es que aun cuando la transacción pudiera ser considerada *unfair*, y hasta en algún caso existan claros indicios de que constituye *waste*, la ratificación por los accionistas con información suficiente, y aun la aprobación por los *desinterested Directors* de buena fe (¿cómo puede ser?), produce una “inmunización” (discutida), que la legislación de Delaware — párrafo 144 (a) (1), en relación con el 144 (a) (2)— y también la *Revised Model Business Corporation Act* de 1988 —párrafo 8.30 (a) en conexión con 8.61 (b)— parecen ver con buenos ojos; y, en todo caso, semejante conclusión será difícil de superar por razones procesales, dada la articulación de la carga de la prueba, que el propio *American Law Institute* no facilita en absoluto, al situarla en cabeza de quien discute la corrección de la transacción [*ALI Code on Corporate Governance*, párrafo 5.02 (b)]. Por lo demás, si desde las normas societarias pasamos a las del mercado de valores, no debemos esperar tampoco mucha más ayuda. Tres son las vías posibles para reaccionar contra eventuales excesos, a saber, entender que estamos ante fenómenos sancionables de *insider trading* (Regla 10.b-5), identificar la existencia de una *unorthodox transaction*, sometida a la sección 16 (b) sobre *short-swing profits* (devolución de ganancias a corto plazo), o entender que tales prácticas incluyen posibles manipulaciones de los precios, a la hora de articular las correspondientes *corporate repurchases*. Lamentablemente el “puerto franco” (*safe harbor*) que la propia SEC ha ofrecido a estas últimas operaciones, las dificultades para acreditar situaciones de abuso de información privilegiada, y el breve plazo que marca la legislación (seis meses) a la hora de imponer la devolución de “ganancias a corto”, no hacen demasiado operativos tales remedios⁵⁶. Desde 1992 la SEC parece conformarse en este punto con nuevas normas de *disclosure*, que su Presidente a la sazón (Richard Breeden), parafraseando palabras de su antecesor bajo la Administración Carter (Mac. Old Williams), justificó con la muy inocente consideración, que el tiempo se ha encargado de desmentir, de que *The best protection against abuses in executive compensations is a simple weapon* -

⁵⁶ A pesar de que se ha dicho que debería tenerse mucho cuidado en la articulación de los programas de entrega de acciones y *Stock Options*, para no caer bajo las *short-swing trading Rules* (Don GALLO, *Paying in Stock: A Board Blueprint Corporate Board*, Marzo-Abril 1996, p. 13, *apud* WARD *ob. cit.* p. 282). En lo demás Cfr. Thomas L. HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, St. Paul Minn, 1996, p. 738 y ss. y David L. RATNER, *Securities Regulation*, St. Paul, Minn. p. 129 y ss. y 143 y 166 y ss.).

*the cleansing power of sunlight and the power of an informed shareholder base*⁵⁷.

En otros países anglosajones, y particularmente en el Derecho inglés, tal confianza en la capacidad de reacción de inversores bien informados no se ha considerado suficiente; y la sección 323 de la Companies Act, desde 1985, ha sancionado como delito penal (con dos años de prisión y/o bajo multa) la adquisición de opciones sobre acciones o *debentures* por parte de los Directores de una compañía (incluidos los *shadow directors* y las esposas e hijos de los patentes y de los ocultos). La explicación de tan rigurosa prohibición es muy sencilla: “el tráfico con opciones está absolutamente prohibido (*banned*) a los administradores y personas con ellos relacionadas. Se ha legislado así porque ese tráfico sugiere por naturaleza (*the whole nature of trading in option suggests*) que los Directores o las personas vinculadas con ellos no harían semejante tráfico, salvo que tengan alguna idea particular, y probablemente una idea mejor que cualquier otro inversor, acerca del precio futuro de las acciones de la compañía. De ese modo tales personas siempre tendrán ventaja (énfasis añadido por mi) frente a aquellos otros [sujetos] no relacionados [con la empresa] que trafican en el mercado de opciones”. Por cierto, una doctrina que la norteamericana más reciente empieza a considerar y que constituye el único consuelo tardío que se advierte en el horizonte respecto de prácticas tan arraigadas como discutibles, y que nosotros importamos precisamente cuando sus progenitores empiezan a ponerlas en duda⁵⁸.

La pregunta que habría que hacer, desde la óptica del Derecho inglés, es si la prohibición rige también (como parece lógico) cuando las opciones se conceden gratuitamente y no se contratan en el mercado correspondiente.

Por aquí aparece un nuevo frente (la prohibición de asistencia financiera típica de los ordenamientos europeos) que nos permite enlazar más claramente con los planteamientos que, a mi parecer, deben guiar la contestación de la pregunta sobre la legalidad de las *Stock Options* en Derecho español, cuando esa concesión ventajosa sirve para facilitar al administrador la adquisición de acciones propias de la sociedad que les reconoce semejantes derechos.

⁵⁷. *Open meeting of the Securities and Exchange Commission*, 15 de Octubre de 1992, citado en la obra de MONKS y MINOW, ps. 243 y nota 32.

⁵⁸. Carr BETTIS, John BIZJAK y Michael LEMMON, *Can Insiders Hide Trade in Their Own Equity?*, Arizona State University, Phoenix 1999. La frase entrecomillada en el texto en la obra de Julia BAILEY y Iain McCALLUM. *Company Law*, Chartered Institute of Management Accountants, Oxford 1990, p. 139.

14. El tratamiento del problema en Derecho español

Aunque lo que ya llevamos dicho permite concluir que la correcta ordenación de los conflictos de intereses y la resolución de los problemas de agencia en las sociedades cotizadas está conduciendo a resultados contrarios al modelo que se patrocina, y empieza a reclamar a gritos la inversión del sentido del glorificado “alineamiento” entre gestores y socios, si es que de verdad se quiere que los últimos lleguen a disfrutar algún día de parecido trato al que se dispensan a sí mismos los primeros, ahora nos toca discutir todavía otros temas de legalidad más confusos, y que también plantea la entrega de acciones a los miembros del Consejo tras el ejercicio de las opciones en Derecho español. Para facilitar la cobertura de las mismas se han modificado recientemente, como veremos, y además con notorio apresuramiento, los datos positivos de nuestra LSA, al objeto de santificar alguna práctica —y en concreto la recompra por la sociedad de sus propias acciones para entregarlas a los que se decanten por el ejercicio de la opción— que, de acuerdo con lo antes anticipado, habría que considerar, no obstante, como previamente canónica, a la vista de las insistentes protestas de legalidad que entre nosotros se han dispensado a la figura de las *Stock Options*. Reforma que, para mayor desdoro, introducimos, según acaba de apuntarse, precisamente cuando semejantes prácticas empiezan a ponerse en cuestión en el sistema jurídico desde donde aquellos sistemas de pago con opciones sobre acciones fueron importados. No se ha modificado, sin embargo, el artículo 81 LSA, donde, a mi entender, habrá que buscar la disciplina aplicable al asunto, si en la concesión de las opciones, en la articulación de su canje, en la realización de los aumentos de capital para procurarles cobertura, o de cualquier otra manera, se observara que el proceso de adquisición de las acciones esta procurando a los beneficiarios del sistema anticipos de liquidez, subvenciones de cualquier clase, bonificaciones, descuentos o cualquier otro tipo de ventajas que pueda suponer lo que ese texto denomina asistencia financiera para la adquisición de acciones propias⁵⁹.

Como de todos es sabido, el origen de esta norma está en la preocupación por evitar que asaltantes hostiles hagan una oferta pública para quedarse con una sociedad mediante la adquisición de sus acciones, operación que financian tomando dinero a préstamo que esperan devolver luego liquidando activos de la sociedad cuyo control ya han obtenido. Es decir estamos hablando de adquisición de acciones con recursos que, a la postre, suministra la propia sociedad,

⁵⁹. Según he dejado sintéticamente expuesto en mi trabajo “Más sobre la legalidad de las *Stock Options*”, citado, entregado antes de la promulgación de la Ley de Acompañamiento, por más que apareciera publicado en Enero del año siguiente.

cosa no muy distinta de la que ahora nos ocupa. Pero, aunque al establecer la regla prohibitiva estaba pensándose en casos concretos, lo cierto es que la norma se generalizó y pasó a convertirse en una prohibición absoluta de cualquier forma imaginable de asistencia financiera en la adquisición, entrando con ese carácter omnicomprendido al Derecho español por conducto de la Segunda Directiva comunitaria sobre protección del capital social. De manera que, aun cuando entendiéramos razonable pensar que semejante precepto debería haber quedado circunscrito a sancionar únicamente los supuestos que no se atienen “a las condiciones que habría resultado de una situación natural del mercado”, lo cierto es que, por influjo de un trabajo bien conocido, nuestro Derecho proclama desde 1989 esa prohibición de la asistencia financiera con el mayor rigor⁶⁰. En definitiva, lo que esto significa es ni más ni menos que aunque no haya precios de ventaja en un sentido estricto (que suele haberlos), y aunque estemos hablando de simples anticipos de liquidez o nos refiramos a la opción con el ejemplo del instrumento aleatorio, o regalo del billete de lotería, que antes nos sirvió de comparación, la ventaja que siempre supone poder ganar mucho más de lo que se invierte (sumando en su caso prima y precio de ejercicio de la opción), y la propia eliminación o aminoración del riesgo de invertir en acciones sin padecer coste de capital ninguno, hasta tanto estamos seguros que el ejercicio de la opción va a producir una ganancia, no parece que pueda ser excluido del dictado de una prohibición que es de naturaleza absoluta⁶¹.

⁶⁰. El trabajo al que me refiero es el de Cándido PAZ-ARES (“Negocios sobre las propias acciones” en *La Reforma del Derecho español de las sociedades de capital*. Colegio de Registradores, Madrid 1987, p. 473 y ss.) que la doctrina más reciente y autorizada, a la que pertenece también la frase entrecomillada en el texto, estima “ha ejercido una influencia muy clara sobre el régimen vigente” (Luis VELASCO SAN PEDRO, “Acciones propias e igualdad de los accionistas. Cuestiones de Derecho de Sociedades y Derecho del Mercado de Valores”, *RdS*, 1994, p. 9 y ss., luego incorporado al *Homenaje M. Broseta III*, cit. p. 3879 y ss., por el que se cita, en especial p. 3881 y 3908)

⁶¹. Afirmación que vale también si ese riesgo no lo soporta la sociedad concedente de la opción, porque lo desplaza (por precio o sin él) a otras entidades (financieras o no); porque los acuerdos mediante los cuales la sociedad facilita cualquier tipo de asistencia financiera a otra persona para que ésta, a su vez, la preste al tercero que va a adquirir las acciones entra en la prohibición; y también entra la que, en nombre propio proporciona el asistente, cuando la sociedad permite que se haga de ese modo por su cuenta, aunque el asistente no la conceda a su nombre (Luis DIEZ-PICAZO “La utilización de persona interpuesta en los negocios de una sociedad anónima con sus propias acciones”, *Homenaje a Broseta*, cit. 1, p. 871 y ss., en especial p. 874). El simple adelanto de la prima por parte de la sociedad, que luego la descuenta del sueldo de cada beneficiario, ¿es también asistencia financiera?. Lo es seguramente en la letra de la Ley y probablemente asimismo en su espíritu, si como parece lógico, la interposición de la compañía emisora facilita cobertura (o unas condiciones de cobertura) que cada uno de los singulares beneficiarios no habría logrado separadamente.

Así pues, cuando un programa de opciones se resuelve en la entrega de acciones a los administradores, habrá que explicar muy bien cómo se organiza, antes de decidir si tiene o no tiene cabida dentro del mencionado artículo 81 LSA. Porque con sólo dos únicas y muy precisas excepciones —la primera aplicable exclusivamente a bancos u otras entidades de crédito por las cantidades que otorguen “en el ámbito de las operaciones ordinarias propias de su objeto” (que no cuando se dirigen precisamente a procurar la asistencia financiera prohibida), y la segunda acordada para favorecer el acceso a la propiedad (que en esa condición de accionista otorga) a favor del *personal de la empresa*— es lo cierto que dicho precepto declara de la manera más rotunda que “La sociedad no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar *ningún tipo de asistencia financiera* para la adquisición de sus acciones o de acciones de la sociedad dominante por un tercero”. Naturalmente puede ensayarse una interpretación dirigida a sostener que el administrador no es “tercero” respecto de la compañía que administra; pero eso significaría tanto como decir que está adquiriendo para la sociedad misma (*aparcamiento* de la “autocartera”, de la que no faltan ejemplos, como los hay también de presuntas sociedades de simples “empleados”, que son en realidad la “caja” donde algunas sociedades empleadoras enmascaran sus excesos de autocartera). O cabe también poner en duda la existencia de verdadera *adquisición*, porque la opción no se ejercitará en caso de depreciación del valor de las acciones que le sirven de subyacente; pero entonces sólo nos faltaría que tal riesgo de *repricing* estuviera además cubierto, porque en semejante caso el grado de asistencia aumenta y estaríamos negando la esencia de la opción, cuya verdadera finalidad es precisamente abrir oportunidades de ganancia, y aun oportunidades de negocio —se materialicen o no—, en favor de sus beneficiarios (por eso el administrador tiene que declarar cualquier tenencia de acciones de la sociedad a que pertenece, dada la *inside information* con que participa en su tráfico). En última instancia, y cerradas esas dos vías, sólo cabe discutir que haya verdadera asistencia o que, siéndolo, se trate de asistencia efectivamente prohibida. Por aquí es por donde, según parece, se orienta el tráfico, con interpretaciones escasamente consistentes, a mi juicio.

Es verdad, desde luego, según queda dicho, que la prohibición del artículo 81 resulta seguramente algo draconiana; y tiene, por ello, bastante sentido ensayar alguna interpretación reductora de su alcance. Pero desde luego no para facilitar precisamente el auxilio financiero en la adquisición a los administradores de la sociedad, cosa que algunos sistemas jurídicos, y en concreto el inventor de la prohibición (persuadido de la necesidad de abrir la puerta a la articulación de *shares plans for employees*), ha procurado dejar claramente

sometido al dictado de la norma, puntualizando expresamente que se trata de empleados *no Directors*⁶².

Así pues, para sortear prohibición tan absoluta e indubitada sólo existen realmente tres caminos: escapar a su ámbito de aplicación, transformando lo que económicamente es asistencia en otra cosa que, sin dejar de serlo, convertimos (según se ha visto en forma dudosa) en contraprestación del trabajo, mediante la reducción de sus diversos perfiles a un simple pago en especie; o encajar la figura en uno de los dos supuestos permitidos, interponiendo entidades financieras en la articulación de la cobertura para que sea otro quien conceda las opciones; o bien considerar que los ejecutivos (y aun los miembros del propio Consejo de administración) son también “personal de la empresa”. La primera ruta supone añadir por vía interpretativa una tercera excepción que la Ley no menciona y en este caso conduce a lo que se llama *interpretatio abrogans*, es decir, que según la ley no podemos dar asistencia, anticipando, prestando, garantizado, descontando, aminorando riesgos, etc., porque cualquiera de esos auxilios están prohibidos; pero podríamos hacer cualquiera de esas cosas siempre que lo hagamos *retribuendo*, es decir convirtiendo la prestación de garantía, los descuentos, los anticipos, etc. en un componente más del salario. La segunda escondería un fraude grosero, si no fuera un simple subterfugio irrelevante a la vista de lo que ya dejamos adelantado⁶³. Y la última, implica nada menos que las propias personas que deciden las reducciones de plantilla son también precisamente asalariados o simples trabajadores. Aunque todo lo dicho recuerda bastante bien lo que se llama coloquialmente explicar el mundo al revés, parece que ahí es a donde algunos quieren llevarnos, por vía mercantil o laboral, abusando de lo que antes llamábamos las fórmulas mágicas de la ciencia jurídica. Soy de la opinión, sin embargo, de que en tanto el Derecho español no se modifique (y en este punto no ha sido reformado), por mucho que nuestro sistema legal se decante a favor de las interpretaciones espiritualistas (art. 3º del Código civil), es muy difícil sortear la expresión gramatical *ningún tipo de asistencia* financiera; porque no se olvide que tales interpretaciones, por razonables que resulten, sólo serán legítimas si tiene cabida “dentro del sentido literal posible” de la norma (Larenz). Bien demostrativo de ello es que el Reino Unido, por cuyo influjo llegó el precepto a la Directiva europea sobre el capital, se intentó reducir su carácter excesivo, cosa que fue posible en las pequeñas sociedades (*private companies*, más parecidas a las nuestras de responsabilidad limitada), pero no en las anónimas, por la preeminencia del Derecho comunitario. Así pues, en el sistema de origen se aceptan *shares programs* para

⁶². Lo recuerdan J. H. FARRAR, N. FUREY y B. HANNINGAN, *Farrar's Company Law*, London 1988, p.

⁶³. *Vid.* lo que se indica *supra* en la nota 61

empleados. Pero tal esquema no parece extensible a los *Directors*, quienes, por otro lado, tampoco tienen la posibilidad de compra inocua de tales opciones por sí mismos, pudiendo incurrir en responsabilidad penal, ya que, el peligro que ofrece el mencionado *self-trading*, ha determinado allí que esos comportamientos se califiquen como *offence*, cosa que su Comisión de Codificación intenta ahora descriminalizar.

No es ocioso referirse a este movimiento de reforma por dos razones. En primer lugar, porque, en el plano disciplinario, la asistencia financiera prohibida es sancionable entre nosotros por la CNMV (art. 89 LSA), quien ostenta esa misma potestad sancionadora respecto de la violación de las reglas (preferentemente de *transparencia*) previstas en el llamado “Código Olivencia” y en su correspondiente Reglamento (la reforma del artículo 78 de la LMV considera que, mediante su aceptación “voluntaria”, se convierten en normas reguladoras del propio Mercado). En segundo lugar, porque en un esfuerzo que empieza en 1993 y se prolonga hasta el año 1998, la *Law Commission* inglesa, en ejemplar colaboración con la *Scottish Law Commission*, ha producido un estudio exhaustivo de los problemas actuales sobre *Corporate Governance*, calificado modestamente como simple instrumento de “consulta”, del que se desprende que muchos de esos conflictos de intereses son cosa del Derecho de sociedades y no asunto de simples Códigos de Buen Gobierno⁶⁴.

Por cierto que llegados a este punto alguien con mejores saberes de Derecho público debería aclararnos de qué manera la Comisión Olivencia, que según sus normas de creación (Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de febrero de 1997 y Orden Ministerial —no publicada— de 24 de marzo de 1997) es un organismo claudicante y “quedará disuelta una vez presentado el informe anteriormente mencionado” (Punto cuatro de aquel Acuerdo) puede renacer, cual ave Fénix, de sus recientes cenizas cuando el Ministro del ramo lo requiera o la CNMV le encomiende nuevas “actas de misión”, según he leído en alguna parte (con total ignorancia por la mía respecto de la naturaleza jurídica de esta última figura).

15. Luces y sombras de la última reforma legislativa

Prescindiendo, una vez más, de entrar en el examen de temas propios del Derecho tributario y limitando nuevamente nuestra atención a los estricta-

⁶⁴. LAW COMMISSION-SCOTTISH LAW COMMISSION, *Companies Directors. Regulating Conflicts of Interest and Formulating o Statement of Duties*, Her Majesty Stationery Office, Consultation Paper, 153. London 1998, parágrafos 4º, 214 y ss. (ps. 137 y ss.) y parágrafo 9.33 (p.219) para los asuntos que aquí se mencionan.

mente mercantiles ¿qué supone respecto del panorama expuesto hasta ahora la reforma introducida recientemente por la Ley 55/1999, de 29 de Diciembre sobre “Medidas fiscales, administrativas y de orden fiscal”?

Primero de todo, y haciendo buena una formulación que yo mismo he patrocinado no hace demasiado tiempo, que en el proceso evolutivo que discurre desde el modelo fragmentario del Derecho bursátil tradicional a la actual regulación de los mercados de valores, y que prosigue luego desde esta situación hacia la construcción de un verdadero Derecho del mercado de capitales más completo y desarrollado, “se impone hoy integrar la *Securities Regulation* con la articulación de nuevas previsiones legales, de *naturaleza societaria substantiva* (cursiva en el original)”, “...señaladamente ante aquellos episodios que suponen cambios de control u otras operaciones que impliquen la *disposición de activos* y reservas por parte de los administradores (cursiva añadida ahora)”. Cosa que conviene recordar aquí, porque es más o menos de este último peligro del que estamos hablando en el tema que nos ocupa, tanto si nos situamos en el ámbito de la recompra de acciones propias como, sobre todo, si llegara a diluirse la participación antecedente de los accionistas mediante la emisión de nuevas acciones a precios ventajosos para los administradores, a fin de dar cobertura al ejercicio de sus opciones⁶⁵.

La Ley de Acompañamiento ha modificado tanto la Ley de Sociedades Anónimas como la Ley del Mercado de Valores. Mirada desde esa óptica integradora hacia un modelo futuro mejor, la reforma es, sin embargo, insatisfactoria. Ninguna de las normas de esa Ley de Acompañamiento ha entrado en apariencia a cambiar la disciplina de los aumentos de capital; sin embargo el denunciado efecto de aguamiento de la participación social de los antiguos accionistas puede llegar a producirse si se interpreta que la sociedad está habilitada ahora para proporcionar nuevas acciones a los administradores (y/o los ejecutivos) mediante la puesta en marcha de ampliaciones gratuitas, mixtas o sencillamente onerosas, pero realizadas a bajo precio. Interpretación tanto más inquietante si se entendiera que tales prácticas no constituyen jurídicamente supuestos de asistencia financiera prohibida, a pesar de que, en todos los casos mencionados, la adquisición de las acciones a las que se accede mediante el ejercicio de la opción está siendo subvencionada a costa del bolsi-

⁶⁵. Dilución que, como es sabido, siempre se producirá, aun emitiendo las acciones por su valor real, en lo que toca al poder de voto de los viejos accionistas, impedidos de concurrir al aumento. Por lo demás, las frases entrecomilladas se encuentran en la voz “Derecho del Mercado de Capitales”, *Enciclopedia Jurídica Básica de Civitas II*, Madrid 1995, p. 2273 y ss., que yo mismo firmo.

llo de los socios (en flagrante contradicción con el postulado de procurar la maximización de su riqueza) y mediante la creación de derechos de preferencia alternativos a la opción legal del socio a suscribir, que puede entrar en conflicto ahora con otras de naturaleza muy distinta (estatutaria) concedidas a los administradores⁶⁶. Y ese peligro de un nuevo zarpazo a los derechos latentes del socio sobre el llamado *equity fund* sube de punto, aunque se reconozca que los mecanismos mencionados esconden (*rectius*, alumbran) nuevas posibilidades de asistencia financiera (como yo creo), si se entiende que tal apoyo a la adquisición tiene cabida —según la fórmula mágica antes descrita— dentro del supuesto permitido por el artículo 81 de la LSA (tampoco reformado) que autoriza tales auxilios financieros en favor del *personal* de la empresa.

Esta posibilidad aberrante cuenta después de la reforma con un argumento analógico de apoyo que antes no existía; porque trabajadores y administradores vienen ahora expresamente equiparados al regular la autorización de operaciones de recompra por la junta, en la que debe manifestarse que la adquisición de acciones propias se dirige precisamente a cubrir el ejercicio de los derechos de opción de unos y otros (nuevo párrafo del art. 75 LSA reformado). La norma podría considerarse como un nuevo testimonio de falsa laboralización ya comentada; pero en todo caso parece guiada por el interés de los gestores; porque los casos de entrega de acciones a los trabajadores (la concesión de opciones a los mismos ha sido más bien rara en ese plano laboral) se había practicado ya con anterioridad, sin necesidad de esa norma “auxiliar”. Norma que, en cambio, es muy importante para extender a los administradores (sin decirlo) el régimen del artículo 81 LSA, sobre cuyo dictado, como ya sabemos, es posible intentar subvencionar la adquisición de las acciones primero, procurando luego su canje contra la “autocartera”. Tales operaciones

⁶⁶ Porque, no se olvide, la naturaleza jurídica del Derecho de suscripción preferente que la ley concede a los viejos socios no es ni más ni menos que la de un derecho potestativo a optar a las nuevas acciones (Aníbal SANCHEZ ANDRES, *El derecho de suscripción preferente del accionista*, Reimpresión, Civitas, Madrid 1990, p. 172 y ss.) que coincide es su estructura con el que nacen de una *Stock Option*. Al imponer la constancia de éstas en estatutos, sin limitar la facultad de concederlas, la reforma ha “reinventado”, en cierto modo, la vieja y criticada figura del derecho de suscripción estatutario, a menos que se interprete que esas *Stock Option* nunca podrán tener cobertura entre nosotros —a diferencia de lo que sucede en Estados Unidos— a través de ampliaciones del capital. Pues, si como nos dice el Código Olivencia, la medida del interés social es la maximización del valor de los socios y estas prácticas la niegan frontalmente, todas las exclusiones del derecho de suscripción *ex lege* que se acuerden para dar cobertura a ese otro derecho de suscripción *ex contractu*, estarían viciadas de raíz.

nunca plantearon especiales problemas bajo la legalidad anterior en el caso de los trabajadores; y tampoco la padecieron las entregas de acciones por vía de aumentos de capital (eran una forma de acceder a “participación en la propiedad” de la empresa), aunque algunos críticos, como yo mismo, dejáramos planteadas las lógicas reservas sobre una fórmula que permite practicar política social a costa del bolsillo de los accionistas⁶⁷.

Si tales operaciones venían haciéndose sin mayor óbice en el caso de los trabajadores, no obstante el silencio de la Ley, es manifiesto que la nueva referencia que a ellos se hace ahora, situándolos en compañía de los administradores, sirve para intentar canonizar una extensión de régimen en favor de estos últimos (que era por lo menos dudosa con anterioridad para los segundos) y que viene a dejar en entredicho la proclamada legalidad de las *Stock Options* antes de la reforma en este concreto punto. Porque no hay que enmendar lo que ya estaba bien. Y de paso se está abriendo un portillo más general para entender que tanto monta ser trabajador, ejecutivo o administrador por lo que se refiere a poder disfrutar y exigir la cobertura de opciones, ya que no sería justo negar a la alta dirección el acceso a la propiedad que se reconoce del restante personal de la empresa; sobre todo cuando la retribución mediante acciones u opciones es expediente tan glorificado para procurar “alineamientos” y “fidelizaciones” de todo tipo en unos y otros. Y vista semejante justificación de este nuevo “igualitarismo” ¿por qué no entender, por analogía —y en base a una interpretación que asocia muy visibles elementos literales con otros lógicos, teológicos y sistemáticos— que la equiparación de trabajadores, ejecutivos y administradores, ahora proclamada expresamente en el artículo 75 y en la Disposición Adicional Tercera, no es más que una forma de interpretación auténtica, mediante la cual el legislador ha venido ahora a explicitar de modo

⁶⁷. A. SANCHEZ ANDRES, *Reforma (Parcial) y Crítica (Total) de un texto legislativo reciente*, Madrid 1999, p. 99, nota 61). Apropiación de la plusvalía del capital por el mundo del trabajo que podríamos considerar como discriminación positiva; pero que carece de toda justificación en el caso de la alta dirección de la empresa. En lo que toca a la recompra sigue vigente por fortuna el límite del 5% como tope de la autocartera permitida, lo que no será óbice normalmente para dar cobertura al ejercicio de las opciones para administradores y directivos (que son pocos), pero que puede resultar insuficiente cuando hay que cubrir las de *todos* los trabajadores de grandes empresas (que son muchos) como algunos anuncian; lo que, en algunas compañías, puede requerir efectivamente esos aumentos de capital, que colaborarán entonces a diluir la participación antecedente de los accionistas en grado tanto mayor cuanto más bajo resulte el precio de emisión de las nuevas acciones. La verdad es que, si nuestro país siguiera también en esto la estela de los Estados Unidos, lo normal será que las opciones para *employees* no crezcan mucho, aunque la de los *managers* se disparen (*The Economist*, lug. últimamente cit.)

exeso las categorías anterioremente ya comprendidas implícitamente en la fórmula mucho más vaga de “personal de la empresa”? Cosa que, no obstante resultar profundamente discutible por lo que al principio de este párrafo se ha adelantado, es sin embargo un recurso hermenéutico y aplicativo muy útil para desactivar eventuales objeciones frente al ensayo de mantener esa misma equiparación en otros textos y concretamente en el caso de que se apreciase que, en la concesión de las opciones o en su ejercicio, concurren elementos de posible asistencia financiera para la adquisición de acciones propias⁶⁸.

La creación de eventuales derechos estatutarios de opción, en concurrencia con el de suscripción preferente proclamado *ex lege*, y la confusión que puede propiciar el nuevo artículo 75, respecto del entendimiento rigorista del viejo artículo 81, no son los únicos elementos a comentar de la reforma. La lectura del nuevo artículo 130 también tiene luces y sombras. Me parece desde luego encomiable que se pida la constancia estatutaria de los sistemas de entrega directa de acciones o de opciones para adquirirlas; y también que tales programas no den derecho a pago alguno en caso de que no se repartan dividendos a los socios. Como he intentado demostrar antes, esa exigencia estaba ya implícita en la legislación anterior y no es malo proclamarla expresamente; sobre todo porque se ha alegado —a mi parecer sin fundamento— que no regía cuando la retribución no estaba referenciada al beneficio⁶⁹. Pero, como hemos señalado también, sucede que opciones antes nulas de pleno Derecho por contradicción con la Ley bajo otra legalidad que también reclamaba la constancia estatutaria (argumento *ex art. 130*, en relación con el art. 6.3. Código Civil) pueden ver ahora purgada su ineficacia, si se someten al nuevo régimen, es decir si se incorporan a los estatutos (lo que requerirá Junta con el quorum

⁶⁸. Estaríamos reformando así, sin decirlo expresamente, el artículo 81 LSA. Como la pregunta ¿qué se entiende por “personal de la empresa”, a los efectos de este texto? no podía responderse sin proceder a su interpretación, ahora tenemos una nueva pieza (como queda dicho, antes inexistente) para entender e integrar su contenido. Y así, el nuevo dictado del artículo 75 hace más difícil rechazar a *limine* una equiparación que luce hoy expresamente en la ley, y precisamente, además, en un ámbito próximo al que regula el viejo artículo 81, no modificado.

⁶⁹. Según ha informado la prensa, tal ha sido la alegación manejada por el Presidente de Telefónica en la comparecencia al acto de conciliación en que se esgrimía la irregularidad de los concedidas. El tema de la supeditación al pago de dividendos a los socios no se ha dejado, sin embargo, tan claro en la reforma como la exigencia de previa constancia estatutaria; y una vez más se está abriendo un portillo a interpretaciones que habría que rechazar en base a la argumentación antes expuesta de contradicción con la finalidad (alineamiento entre accionistas y gestores) que ese artículo 130 proclama.

necesario para su reforma) y esa misma asamblea de socios u otra con el quorum ordinario autoriza después su aplicación⁷⁰. Porque, recuérdese que bajo el nuevo régimen esa constancia estatutaria no basta. Normalmente los estatutos se limitarán a recoger las menciones de mínimos que impone el artículo 130 nuevo; y por eso no es malo que suplementariamente se produzca el control de Junta en el momento de proceder a dar ejecución a los planes que a su amparo fueran establecidos. La exigencia de doble filtro (estatutario en la autorización del sistema de opciones y asambleario en su aplicación) merece juicio favorable, aunque no habría sido inútil pedir el pronunciamiento —que puede prestarse voluntariamente— de los Comités de retribuciones y de los llamados Consejeros independientes en las sociedades que tengan establecidos unos y otros.

Por lo que toca a las modificaciones introducidas en la Ley del Mercado de Valores, el deber que pesa sobre los administradores de notificar en las Declaraciones de Participaciones Significativas cualquier tenencia de acciones, se suplementa con la exigencia de declarar “la adquisición o enajenación de derechos de opción sobre acciones de la propia sociedad que realicen por cualquier título”, con obligación de informar además “sobre el porcentaje efectivo de su participación en el capital suscrito y, en el caso de los administradores, sobre sus derechos de opción sobre acciones de la sociedad”, cuando este pretenda su admisión a negociación en Bolsa o nombre nuevos administradores (Art. 53).

Según la Disposición Adicional Decimoquinta “las entregas de acciones y los derechos de opción sobre acciones que reciban en ejecución de un sis-

⁷⁰. Se producen aquí efectos retroactivos vidriosos que ya dejé insinuados en la misma línea ahora recordada en la nota 37 de este mismo trabajo. Este tema de la retroactividad es vidrioso porque, según de qué lado nos coloquemos resulta favorable o adversa para una y otra parte. Es adversa para los socios (que no pueden esgrimir la nulidad de pleno Derecho) y favorable para los administradores (que pueden conseguir su ratificación). Pero, de otro lado, también es adversa para los gestores, al imponerles requisitos de ejercicio que exceden de la previsión contractual y, favorable para los accionistas, que pueden “controlar”, la justificación y proporcionalidad de la opciones, a posteriori. Semejante reversibilidad del efecto retroactivo es inquietante, no solo en términos de legalidad estricta, sino sobre todo en su aplicación práctica. ¿Puede la Junta, además de ratificar o rechaza pura y simplemente el plan de opciones, cambiar sus términos, que en algún caso —plazos— ya ha sido alterados además por la propia demora que imponen el cumplimiento de la Ley? ¿Es verdad, como yo creo, que la Disposición Adicional Tercera debe interpretarse como exigencia de doble acuerdo (de incorporación a estatutos con su quorum específico, para las opciones que no constaban en ellos; más acuerdo de aplicación, sujetos a quorum ordinario) o basta sencillamente este último para los concedidos antes del 1 de Enero del año 2000?

tema de retribución”, los propios sistemas retributivos en sí mismos y sus modificaciones, cuando vengán referenciados al valor de las acciones, tienen que comunicarse *personalmente* a la CNMV por ejecutivos y administradores como *hechos relevantes*. Y, según la Disposición Decimosexta, la sociedad concedente deberá, por su parte, aportar a las instancias de supervisión los *acuerdos sociales* por los que se aprueba o ratifica el sistema de retribución mediante acciones, opciones u otras formas igualmente referenciadas al valor de aquéllas, registrando además un *suplemento de folleto o un folleto específico* “en el que se proporcione información detallada e individualizada (y en el caso de ejecutivos no administradores simplemente agregada) sobre las acciones y opciones o liquidaciones que correspondan a administradores y directivos”⁷¹.

Ninguna de las soluciones incluidas en las normas mencionadas sería necesaria, como fácilmente se advierte, si estuviéramos hablando simplemente de temas salariales o de cuestiones de índole exclusivamente laboral, tal como antes y, sobre todo ahora, quiere hacérsenos creer, dada la insistencia con que la reforma se refiere a lo que llama “sistemas de retribución”, “remuneración” o “retribución” a secas⁷². Pero el uso de los nombres es desmentido por el régimen dispuesto.

⁷¹ Lo que, igual que ha sucedido en el sistema norteamericano, hace suponer que entre nosotros el mecanismo tutelar acabará por concentrarse sobre el cumplimiento de las disposiciones de *disclosure*, relajando los juicios de mérito en la esfera societaria, siempre que formalmente se respeten los términos de la Ley y haya constancia de los acuerdos referidos. Aunque el sistema y su aplicación contradigan los postulados (fidelización, alineamiento, productividad) que suelen alegarse para justificarlo.

⁷² Los términos en cuestión se repiten nada menos que quince veces en una reforma que sólo se refiere a tres artículos y cuatro Disposiciones Adicionales.