



Utilización de Stock Options: Evaluación de su Implementación en Empresas del Retail que Cotizan en la Bolsa de Valores y Propuesta de Mitigación de Riesgos para Accionistas Minoritarios

(Use of Stock Options: Evaluation of its Implementation in Retail Companies Listed on Chilean Stock Exchange and Risk Mitigation Proposal for Minority Shareholders)¹

Mg. J. Alejandro Báez Valdés

Mg. Juan Cárdenas Araya²

Resumen

El presente artículo proporciona una perspectiva analítica de la gestión de riesgos que involucra a los accionistas minoritarios que poseen participación en empresas de la industria del retail, con presencia en bolsa de valores de Chile y que han implementado planes de Stock Options.

Se cotejaron las posturas teóricas con casos prácticos, identificando las ventajas y desventajas de este tipo de incentivos, para luego, determinar y valorizar los riesgos inherentes.

La investigación incluye un estudio empírico, de acuerdo a una serie de factores determinados que permiten entregar una propuesta y emitir las respectivas conclusiones.

Palabras claves: Regulación/ Gobierno Corporativo/ Acciones/ Incentivo/ Riesgo.

Abstract

This paper provides an analytical perspective of risk management involving minority shareholders who own shares in companies of retail industry which have presence in the Chilean stock exchange and have implemented Stock Options plans.

Theoretical positions were collated with real cases, identifying the advantages and disadvantages of this kind of incentive and so then, determine and value inherent risks.

This research includes an empirical study, according to a number of specific factors that allow delivering a proposal and issuing the respective conclusions.

Keywords: Regulation/ Corporate Governance/ Shares/ Incentive/ Risk.

¹Este artículo está basado en la tesis de Magister en Contabilidad y Auditoría de Gestión de los autores para obtener el grado académico pertinente en la Facultad de Administración y Economía de la Universidad de Santiago de Chile, realizada durante el año 2012.

²Graduados en el Magister en Contabilidad y Auditoría de Gestión en la Facultad de Administración y Economía de la Universidad de Santiago de Chile.

I. Introducción

Los escándalos financieros ocurridos en el mundo durante las últimas dos décadas, sumado a problemas propios de nuestra región, como la corrupción, tráfico de influencias, escasa transparencia, justicia imperfecta y concentración de la propiedad, han provocado la necesidad de generar nuevas leyes que permitan eficiencia en los mercados, y aseguren el destierro de los conflictos de interés y una apropiada regulación del uso de información privilegiada.

Si bien en Chile se han incorporado mejoras en los estándares y normativas en gobiernos corporativos durante la década pasada, estos cambios no han sido suficientes para estar a la par de los países desarrollados que son líderes en esta materia, pues se requiere, por iniciativa de las propias empresas, mejorar la función de los directorios para obtener eficacia y eficiencia, a través de la redefinición de su rol, implementación de mecanismos de evaluación de sus integrantes e incorporación de directores externos para garantizar diversidad de opiniones.

En este contexto, las organizaciones se encuentran con el riesgo permanente que se engendren fraudes, faltas a la ética y malas prácticas que pongan en jaque tanto a la organización como a la industria, ante lo cual es imprescindible contar con un robusto sistema de gobierno corporativo, que involucre una constante supervisión y control por parte de los directorios, a fin de proteger los intereses de los stakeholders. Junto con lo anterior y de forma paralela, las organizaciones buscan con mayor frecuencia incentivar a sus funcionarios a través de diversas fórmulas que le permitan pavimentar el camino de acceso al objetivo primordial, que es la creación de valor.

La Security and Exchange Commission de los Estados Unidos indica en su sitio web que

“muchas empresas utilizan planes de opciones sobre acciones, conocidos también como Stock Options, para compensar, retener y atraer empleados. Estos planes son contratos entre una empresa y sus empleados, a quienes se les otorga el derecho a comprar un número determinado de acciones de la compañía a un precio fijo durante un determinado período de tiempo. Los empleados a los que se conceden estas opciones sobre acciones esperan sacar provecho mediante el ejercicio de sus opciones a un precio más alto que cuando les fueron otorgadas” (SEC, 2010).

Sin embargo, los recientes hechos ocurridos en el caso de La Polar, han puesto en entredicho la labor de control de sus directores y los métodos utilizados para compensar a su equipo ejecutivo. En este contexto, se cuestiona la implementación de Stock Options que benefició a importantes ejecutivos, puesto que pudieron ser utilizados como incentivos perversos, pues eran los ejecutivos quienes administraban la empresa, controlaban los recursos y tenían acceso directo a la información. De acuerdo a esto, sus ingresos futuros a nivel personal dependían de los resultados que alcanzara la compañía, debido a que estarían determinados por el valor que la acción pudiese alcanzar, por lo que podrían verse expuestos a una dicotomía entre la defensa de sus intereses personales y la realidad de resultados adversos.

Dado lo anterior, los intereses de los ejecutivos y de los stakeholders pueden estar enfocados a distintas direcciones, pues existe el riesgo que aparezcan actitudes que permitan intervenir de manera fraudulenta los resultados y por ende, el precio de la acción de la empresa. Ante escenarios como éste, se debe analizar cómo las políticas de compensaciones inciden en los resultados, el rendimiento, la sustentabilidad financiera de largo plazo y en el patrimonio de los inversionistas.

Para comprender la importancia de establecer políticas controladas de compensaciones, se debe considerar que en los modelos tradicionales, los directivos presentan aversión al riesgo, mientras que para los accionistas el efecto es neutro (Beatty R. &, 1994). Esto se explica porque estos últimos pueden diversificar su cartera de acciones para maximizar su rendimiento, mientras que los ejecutivos, que presentan gran parte de su patrimonio y capital humano ligado sólo a la compañía donde se desempeñan, se enfrentan a barreras para administrar el riesgo de su patrimonio, lo que trae como consecuencia que sus objetivos apunten a maximizar su renta personal, pero al mismo tiempo reducir, por ejemplo, la probabilidad de ser despedido y no poder acceder a la compensación ofrecida.

De acuerdo a esto, el actual diseño provoca que los ejecutivos tiendan a emprender acciones más conservadoras para proteger el actual valor contenido en sus opciones de compra, lo que provoca una disminución significativa en la búsqueda de nuevas oportunidades inversión empresarial por parte del equipo directivo, así como también aumentan los estímulos a reducir los pagos de dividendos repartidos entre los accionistas.

En consecuencia, al vincularse los distintos elementos de riesgo relacionados con implementación de Stock Options, específicamente el uso de opción de compra de acciones, permiten configurar un escenario de desventaja para los stakeholders o incluso, para la industria en la que participa una compañía. Es por este motivo, que el riesgo es inherente por la naturaleza de la metodología de compensaciones, independientemente de la industria en la que participe una compañía.

Por lo mismo, en el presente artículo se entrega el resultado de una investigación en la cual se elabora una propuesta que proporcione un estándar de control y mitigación de riesgos para accionistas minoritarios de empresas de retail que cotizan en la bolsa y que emplean planes de Stock Options.

II. Aspectos Metodológicos de la Investigación

1. Precisando el Problema de la Investigación

Para poder comprender los elementos que causan el problema detectado, en primer lugar es necesario definir cuáles son los parámetros en los que se sustentan los planes de Stock Options en las empresas pertenecientes a diversas industrias y que tienen presencia bursátil. Tras identificar la industria sujeta a ser estudiada, se debe determinar si existen factores diferenciadores y comunes relacionados con el tema, dentro de las empresas que la componen y que influyen en el análisis general.

Adicionalmente, es imprescindible determinar cuáles son los riesgos y el impacto en el mercado en el que se enfocará el estudio y que podrían originarse con la implementación de planes de Stock Options. Con esto, se pueden definir cuáles son las consecuencias que trae consigo el uso inadecuado de las políticas de compensación para ejecutivos que incluso, realizando una mala gestión o manipulando información, pueden acceder a beneficios privados.

Por otro lado, se requiere averiguar si se cumplen los requisitos de un buen gobierno corporativo que proporcione un escenario de control tal, que los riesgos sean mitigados y simultáneamente proteja los intereses tanto de la propia compañía, como de sus inversionistas. En otras palabras, establecer qué factores de resguardo debe considerar el directorio de una empresa, de modo que la implementación de Stock Options sea una metodología conveniente para todas las partes involucradas.

En base a lo expuesto anteriormente, cabe preguntarse, ¿Cómo se podrían mitigar los riesgos asociados a los planes de Stock Options y que afectan tanto a la propia empresa como a sus stakeholders, y que a la vez, genere un marco de control permanente?

Muchas compañías buscan e implementan diversos mecanismos para incentivar a sus funcionarios y de esta forma, alinear los intereses generales con los particulares, retener talentos y reforzar vínculos estratégicos. Uno de estos métodos es la Opción de Compra de Acciones, también llamadas Stock Options, que constituye un contrato de compensación mediante el cual, se le otorga a un trabajador la opción de comprar a un precio prefijado y dentro de un período de tiempo establecido, acciones de la sociedad en la cual se desempeña, las que posteriormente pueden ser vendidas y, por ende, generar ganancias.

Considerando los aspectos mencionados previamente, la presente investigación estará enfocada en aquellas compañías que posean las siguientes características:

- Han implementado planes de Stock Options a sus ejecutivos en los últimos cinco años, con fecha de corte 31 de diciembre de 2011.
- Tienen presencia bursátil en la Bolsa de Valores de Santiago de Chile.
- Su principal negocio está inserto en la industria del retail, aún cuando tengan presencia en otros tipos de negocios.
- Para efectos de optimización de recursos en el tiempo, la investigación se concentrará en las operaciones que mantengan en Chile, considerando que varios retailers poseen filiales en otros países.

Una vez precisadas las características de las empresas que se considerarán en el presente estudio, corresponde establecer los factores técnicos que justifican la focalización del tema:

- El sector de ventas al detalle -conocido como retail- se ha posicionado como una industria dinámica en términos de volúmenes de venta y, por ende, ingresos y generación de empleos.
- Los principales actores de la industria del retail pertenecen a holdings con presencia en diversos mercados, por lo que están sujetos a entes reguladores diversos y la fiscalización resulta compleja.
- Composición de la estructura societaria, considerando el grado de participación de las AFP.
- La representación de los retailers en la Bolsa de Valores al 31 de diciembre de 2011 alcanza el 6,38% del total y un 14,26% de los valores transados.
- El impacto que tiene el comportamiento de los resultados financieros en la valorización de las acciones de una compañía.
- El escándalo de La Polar que vio la luz pública en 2011, ha remecido a toda la industria del retail e incluso a otras.

2. Diseño Metodológico

a. Tipo de Investigación: Descriptiva, evaluativa y propositiva

En el plano metodológico para esta investigación se ha decidido emplear un tipo de investigación descriptiva, evaluativa y propositiva de manera de abordar íntegramente las aristas del objeto en estudio. El estudio descriptivo consiste en llegar a conocer las situaciones, costumbres y actitudes predominantes a través de la representación exacta de las actividades, objetos, procesos y personas. Su fin no se limita a la recolección de datos, sino a la predicción e identificación de las relaciones que existen entre dos o más variables. En este contexto, también el presente estudio tiende a ser evaluativo y propositivo, puesto que conociendo y analizando cómo se manifiesta el objeto en estudio y sus componentes, se podrá diagnosticar la realidad del problema, permitiendo al investigador, a partir de los resultados obtenidos, establecer un plan para diseñar una propuesta que permita responder a las interrogantes planteadas en esta tesis.

b. Hipótesis

En la investigación realizada se presentaron las siguientes hipótesis:

- **Hipótesis N°1:** Este tipo de planes de compensación por su complejo mecanismo legal y regulatorio, junto con una utilización inadecuada por quienes perciben estos beneficios, pueden convertirse factor de riesgo para las inversiones de los accionistas y las partes interesadas.
- **Hipótesis 2:** La existencia de un plan de compensación de Stock Options a los ejecutivos puede asegurar un alto rendimiento para la compañía y para las partes interesadas en la industria del retail.
- **Hipótesis N°3:** Un gobierno corporativo cumple un rol mitigador del Costo Agencia y verifica que estos incentivos, mediante implementación de Stock Options, cumplen con los resultados pre-establecidos y aseguren transparencia para todas las partes interesadas.

c. Variables del estudio

- **Contrato Stock Options como instrumento de compensación:** Para encausar el estudio, es requisito fundamental conocer este instrumento en cuanto a su origen y diseño actual de cómo funcionan los planes de compensación mediante implementación de Stock Options y se intentará conocer las variables que conllevan las diversas aristas que presenta este instrumento.

- **Contrato Stock Options y el Marco regulador en Chile:** Buscando conocer la realidad actual, el estudio intenta observar qué implicancias genera este tipo de instrumento en las empresas de la industria del retail con presencia bursátil y que implementan en Chile este tipo de compensaciones.
- **Gobierno Corporativo:** En relación a la gobernanza, se ha hecho necesario evidenciar el rol que juega el gobierno corporativo en las entidades que implementan estos mecanismos de compensación mediante los llamados planes de Stock Options, con el objeto de estudiar de qué manera se ejerce el control y se revisan los cumplimientos de objetivos trazados por la administración. De esta manera, es factible determinar si se ha proporcionado protección y seguridad a los stakeholders, a través de la creación de valor y la eliminación de conflictos de interés y problemas de agencia.
- **Apetito al Riesgo:** Se debe establecer qué implicancias existen a la hora de establecer una política de Stock Options y la exposición del riesgo que deben enfrentar las empresas.
- **Comportamiento de los accionistas:** Debido a la experiencia internacional y del caso la Polar en Chile, en que estos planes se han visto en entredicho por una utilización inadecuada y alejada de toda ética empresarial, generando consecuencias negativas en los accionistas minoritarios y el mercado.

d. Instrumentos o técnicas de investigación

- **Cuestionarios:** Para efectos de esta investigación, se utilizó un tipo de cuestionario estructurado y dirigido a siete accionistas y personas calificadas como especialistas y/o que trabajaran como directores de empresas en donde se han fijado políticas de Stock Options.
- **Análisis documental:** Los análisis permitieron obtener con mayor precisión y un mayor detalle la información, de modo de clasificarla y ordenarla para el planteamiento del presente estudio.
- **Recolección de datos:** Se efectuó mediante la obtención de información desde página web, consultas bibliográficas y documentales.

e. Universo y muestra

Este se compuso a partir de las 94 empresas en Chile, que cuentan estructura jurídica del tipo de sociedades anónimas abiertas y que transan sus acciones en la Bolsa de Valores de Santiago. Para seleccionar la muestra se dirigió el estudio a las entidades de la industria del sector Retail, y que al cierre del ejercicio del año 2011 correspondían a siete entidades. El tipo de muestreo aplicado, fue del tipo dirigido o intencional a las entidades que formaron parte del universo, específicamente de la industria seleccionada para efectos del muestreo de esta investigación. El tamaño de la muestra seleccionada para este trabajo fue enfoca a siete entidades que representan el 6,38 % y un total del 14,26% de valores transados en sus acciones en función del universo planteado en esta investigación y que cuyo giro actividades se desarrollan en el sector del Retail, las cuales se mencionan a continuación:

- Cencosud S.A.
- Falabella S.A.
- Forus S.A.
- Hites S.A.
- La Polar S.A.
- Ripley S.A.
- Walmart S.A.

f. Características de los accionistas y resultados del cuestionario

Se aplicó el cuestionario a personas que poseían títulos accionarios de empresas pertenecientes a la industria del retail. Las personas entrevistadas mayoritariamente eran de sexo masculino y cuyas edades van desde los 28 a los 62 años. La mayor parte de los accionistas cuentan con títulos universitarios y en menor medida, con algún tipo de Post Grado. Debido a esto, las preguntas plasmadas en el instrumento no resultaron desconocidas ni representaron complejidad en su comprensión.

En otros ítems, los resultados demuestran que si bien entre los accionistas no existe un conocimiento acabado, en su mayoría aprueban la implementación de Stock Options en las compañías donde poseen acciones. Además, ha quedado de manifiesto que a pesar que los entrevistados mayoritariamente no asisten a las juntas de accionistas, aprueban las gestiones de los directorios, gerentes y comités de auditoría.

Entre los elementos que aún cuentan con una evaluación negativa, se encuentra la protección de las leyes hacia los accionistas minoritarios, corroborando la existencia de ciertos temores e incertidumbres con los que cuentan los encuestados. Junto a esto, se obtuvo una evaluación negativa casi por completo, es en la aplicación de penas y multas que ha impartido la justicia chilena cuando se han suscitado fraudes y escándalos financieros. Finalmente, los accionistas encuestados señalan una tendencia clara respecto a la importancia del rol que cumplen, tanto los auditores externos como los clasificadores de riesgo.

g. Características de los especialistas y resultados de las entrevistas

Los siete entrevistados fueron de género masculino y se encuentran en rangos de edades que van de los 32 hasta los 53 años. Por otro lado, en relación a los estudios alcanzados todos cuentan con títulos universitarios e incluso, cuatro de ellos cuentan con a lo menos un título de post grado.

Los especialistas se muestran mayoritariamente a favor de la aplicación de Stock Options como mecanismo de retención de talentos, aunque precisan que no es conveniente hacerlo con todos los empleados de una compañía, sino más bien a aquellos que tienen la responsabilidad de tomar decisiones y a los poseedores de destacadas competencias.

Consultados los especialistas respecto a la gestión y los resultados obtenidos en la industria del retail y la aplicación de Stock Options en el mediano plazo, sus respuestas marcan una tendencia ya expuesta por algunos autores, que indican que los aspectos cuantitativos medibles favorablemente en el mediano plazo, son fundamentales al momento de implementar Stock Options.

En relación los factores que pueden llegar a incidir en la decisión del accionista para invertir, no se observa una tendencia clara, por lo que se presume que los accionistas pueden evaluar diversos factores al momento de decidir una inversión.

Por otro lado, con la implementación de la ley de Gobiernos Corporativos se ha dado un paso adelante en lo concerniente a la transparencia de la información y la disminución de conflictos de interés, lo que va en directo beneficio de los accionistas y stakeholders en general.

En cuanto al funcionamiento de los Comités de Auditoría, los especialistas mayoritariamente entregan visiones positivas, considerando que tras el caso La Polar, se han implementado mejoras significativas en la seguridad, autonomía e independencia que estos entes le confieren a los stakeholders.

El funcionamiento del directorio también entrega resultados diversos cuando se tratan materias que impliquen protección a los accionistas minoritarios, por lo que se colige que éste es otro factor que se requiere mejorar.

Además, los especialistas han manifestado su acuerdo mayoritario respecto a la unión e intercambio que debiese darse entre los accionistas minoritarios y mayoritarios en todos los temas que les conciernen, como el resguardo de intereses, los que no se ven aplicados para aquellos que poseen menor participación en la propiedad.

Sobre la conciencia ética de los equipos gerenciales, los especialistas poseen una visión negativa y, ciertamente, tras el caso La Polar, es un factor que se encuentra en deuda. Adicionalmente, los directorios debiesen implementar un rol más controlador para generar un ambiente más confiable para los stakeholders.

En la categoría de Regulación, hubo coincidencia absoluta en las respuestas de los especialistas para las cinco preguntas realizadas, en las que se muestran una tendencia favorable respecto a la conveniencia de una regulación más potente y rigurosa sobre implementación de Stock Options en la industria del retail, especialmente tras el caso La Polar. Incluso, los encuestados señalan que es necesario que en caso de fraudes financieros, los responsables debiesen devolver todos los beneficios económicos obtenidos durante el período de tiempo en que se ejecutasen los ilícitos.

No obstante lo anterior, se percibe un importante voto de confianza para con las empresas de auditoría externa presentes en el mercado de Chile, pues según lo señalado, trabajan en base a estándares internacionales.

III. Stock Options en Industria del Retail en Chile

1. Aspectos generales

Actualmente en Chile no son muchas las compañías que han ofrecido a sus empleados la posibilidad de comprar acciones a precios referenciales, pues es un mecanismo que no se ha masificado y que más bien, la mayoría de las empresas que lo ha implementado son filiales de multinacionales. En efecto, sólo nueve de las 40 empresas con presencia en IPSA entregan este plan de incentivo a sus ejecutivos (Financiero D. , 2012).

Cencosud implementó un sistema que se divide en dos tipos de incentivos: a la permanencia y al rendimiento. Ambos son de enero de 2010 y suman un total de 25 millones de acciones y tienen un período de adjudicación de 3,3 años. Entre las condiciones a las que está sujeto el plan, se pide que el EBITDA al cierre de 2012 se haya incrementado en un 100% o más, respecto al mismo indicador de 2009 (*Diario Financiero*, 2012).

Por su parte, Falabella implementó tres planes con un mismo modelo, pero para lapsos distintos. El primero data del año 2007, el segundo de 2009 y el más reciente en 2011. Todos tienen una duración máxima de cinco años para ejercer los derechos y apuntan a los ejecutivos de la compañía (*Diario Financiero*, 2012).

En tanto, en 2003 La Polar ofrece a sus ejecutivos planes de Stock Options a objeto de incentivar su permanencia en la compañía. Durante aquél año, comenzaron las llamadas prácticas de "normalización" para reprogramar deudas de clientes con morosidad de 180 a 240 días, mecanismo que en 2009 se transforma en sistemático para no usar cobradores. En este marco, la empresa no provisionaba dinero por ellos y las deudas en lugar de castigarse, se transformaba en una cartera vigente y sana, lo que trae como consecuencia registrar utilidades e incrementar el valor de las acciones. Debido a lo anterior, el 09/06/2011 el directorio de la compañía comunica a la SVS que ha incurrido en prácticas no autorizadas, pues por años había re - pactado de forma unilateral las deudas de 418 mil clientes, por lo que se debió aumentar las provisiones hasta por US\$430 millones -siete veces sus utilidades de 2010- por lo que el valor de la empresa cae un 42% (Chile, 2011).

Luego de desatarse el escándalo, un estudio señala que los principales ejecutivos y directores de La Polar vendieron entre enero de 2010 y enero de 2011, una parte de sus posiciones en acciones de la firma, las que en su mayoría fueron obtenidas por planes de Stock Options. Según datos de la SVS, en el período mencionado los ejecutivos -a título personal o a través de sociedades de inversión- enajenaron un total de US\$15,49 millones en acciones de La Polar.

2. Críticas a las Stock Options

En oposición al punto de vista tradicional, han surgido nuevas visiones que desafían la creencia que los planes de Stock Options son un mecanismo que reduzca la aversión al riesgo por parte del directivo. En general, los directivos tienden a ejercer sus opciones antes de su vencimiento, sacrificando importantes aumentos en el precio de la acción (Huddart, 1996).

Asimismo, se han revelado investigaciones del impacto de la compensación basada en acciones de propiedad de los directivos, que han encontrado que las compensaciones logran aumentar los incentivos de los directivos de menor propiedad, en cambio, los de mayor propiedad anulan gran parte de su impacto mediante la venta de acciones que previamente poseían. Cuando los ejecutivos ejercen la opción de compra de acciones, casi la totalidad de acciones se venden, por lo que se pone en duda el supuesto teórico que señala que los ejecutivos no pueden cubrir los riesgos de estos beneficios (Ofek, 2000).

Junto con lo anterior, también se ha encontrado evidencia que comprueba que los planes de Stock Options afectan la política empresarial de pago de dividendos, pues se observan reducciones significativas en los niveles de dividendos pagados después de la introducción de planes de Stock Options a equipos directivos (Lambert, 1989).

De acuerdo a lo planteado previamente, se observan diversos estudios empíricos que sugieren que los planes de Stock Options, más que reducir el nivel de aversión al riesgo por parte del ejecutivo, lo aumenta, contraponiéndose de esta forma a lo que señalan los modelos tradicionales de agencia.

Por otro lado, en visiones más teóricas, se critica el hecho que los equipos gerenciales puedan obtener beneficios asociados a planes de Stock Options sólo por el hecho que el mercado pudiese presentar un buen rendimiento durante un período determinado, por lo que no está directamente relacionada la compensación al desempeño de los ejecutivos, puesto que incluso realizando una mala gestión, pueden obtener beneficios gracias a que el mercado posibilita el alza del precio de las acciones, es decir, la correlación entre el salario de un director y el mercado de valores no ha demostrado que la empresa esté disfrutando de un rendimiento superior, por lo que cualquier aumento en el precio de la acción premiará al titular de la opción, sin distinguir entre un buen y mal desempeño (Rappaport, 1999).

3. Posturas en Chile

Para el Director Ejecutivo del Centro de Gobiernos corporativos de la Universidad de Chile, Dieter Linneberg, las Stock Options,

“son un muy buen mecanismo para alinear los incentivos de la plana ejecutiva de una empresa con los objetivos de los accionistas. Hace que la plana mayor esté preocupada de que el precio de la acción sea el más alto posible para que todos ganen dinero”. Sin embargo, advierte que “algunos ejecutivos podrían tener intereses que van más allá de los stakeholders, teniendo actitudes que hagan inflar fraudulentamente el precio de la acción para obtener una ganancia a través de sus Stock Options, pero esto es, claramente, un delito” (Gestión, 2011).

En tanto el Director del Centro de Gobiernos Corporativos de la Universidad Católica de Chile, Matías Zegers, señala que este instrumento permite, *“cultivar la lealtad de los trabajadores, ya que facilita que estos ejecutivos tengan mayor permanencia en el tiempo”*. No obstante, indica que existe el peligro

“que los trabajadores puedan tener gran parte de sus incentivos puestos sólo en cumplir los parámetros que permiten ejercer esas Stock Options, olvidando otros aspectos de gestión de la compañía. Además los controles van más allá de las Stock Options en específico, pues éstos deben estar relacionados a la forma en que se quiere agregar valor a la compañía y a sus accionistas, por tanto, las empresas deben funcionar en factores como estrategias, ético o resultados” (Gestión, 2011).

IV. Propuesta de la Investigación

El primer componente de la propuesta es una Matriz de Riesgo que se ha elaborado en base a lo establecido por la Guía Combinada Turnbull, para efectos de implementar una evaluación de la Gobernabilidad Corporativa, desde el punto de vista del accionista minoritario.

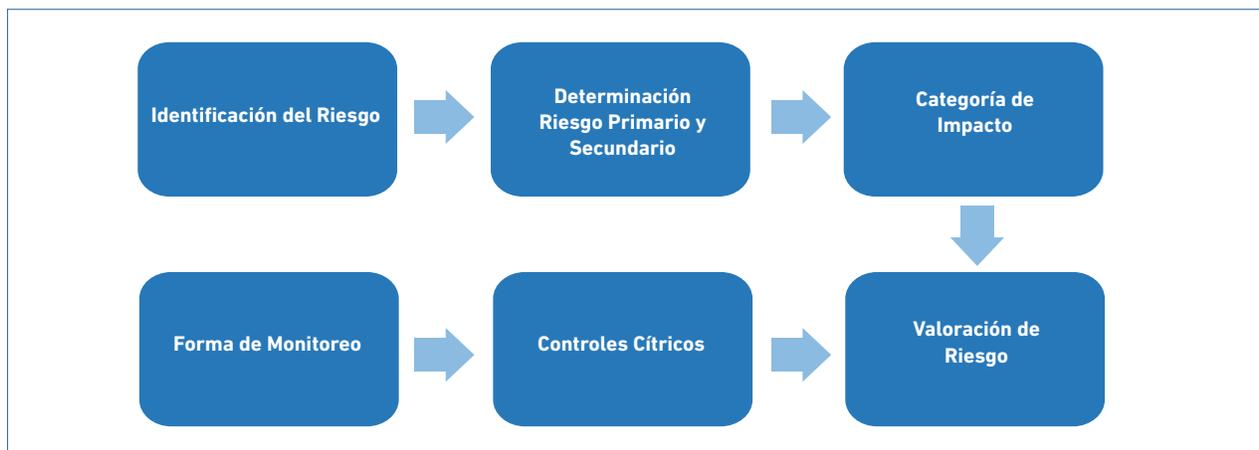
La Guidance for Directors on the Combined Code fue preparada por The Institute of Chartered Accountants in England and Wales en 1998 y es la primera guía que hace totalmente responsables a los dueños y ejecutivos de una compañía, respecto de su sistema de control interno. La guía admite relacionar las actividades de control para revisar su efectividad y las herramientas necesarias para una apropiada administración de los riesgos existentes.

La administración de riesgos es un compromiso interno de la alta administración de una compañía, por medio de la cual, permite identificar, clasificar y evaluar los riesgos. Asimismo, se requiere ejecutar un monitoreo permanente a fin de determinar la efectividad de la estrategia corporativa, la consecución de metas y objetivos y la implementación de mejoras y nuevas acciones. Sin embargo, estos mismos elementos pueden ser considerados por los accionistas como esquema para evaluar y monitorear situaciones riesgosas que, de concretarse, afectarían su inversión.

Considerando la Guía Turnbull y de acuerdo a los resultados del estudio empírico obtenido, se ha confeccionado una matriz dirigida a accionistas minoritarios categorizando e identificando riesgos, los cuales se han valorizado según su probabilidad de ocurrencia e impacto.

El esquema se diseñó tal como se muestra en la figura N°1, partiendo por la identificación de riesgos, categorización de impacto, valorización del riesgo, para finalizar con los controles críticos y su monitoreo.

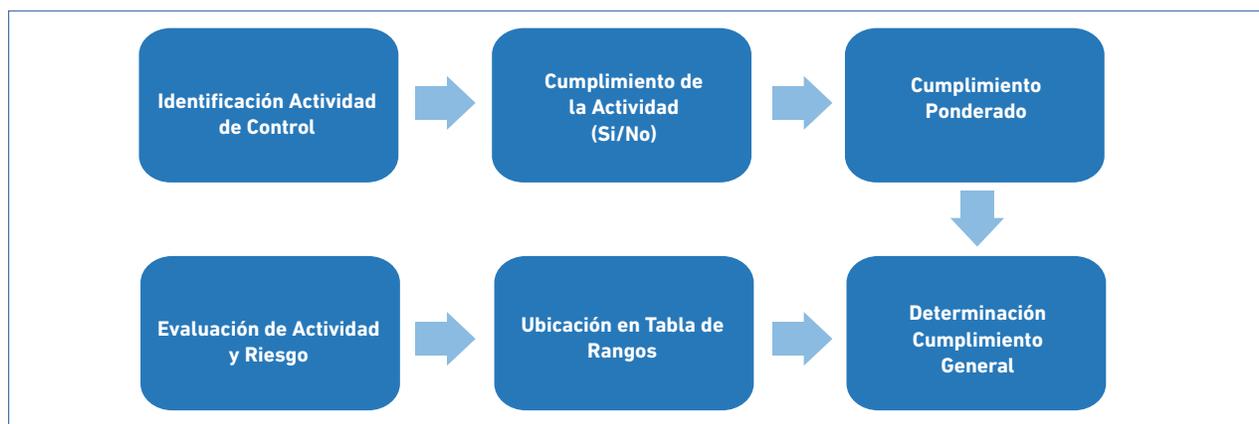
Figura N° 1



En segundo término, se confeccionó un Check List basado en las actividades de control contenidas en la matriz de riesgos. Se entiende por Check List al listado de preguntas en forma de cuestionario cuyo objetivo es evaluar el grado de cumplimiento de determinados aspectos. Con esta herramienta, el accionista minoritario podrá medir de forma ordenada y programada los procedimientos, registros y elementos que inciden en la administración de riesgos para su inversión.

Adicionalmente, se han separado las preguntas en las mismas categorías contenidas en el instrumento aplicado a personas que poseen acciones en empresas de la industria del retail. En base a esta categorización de actividades, se ha establecido una ponderación fija que determinará el porcentaje de cumplimiento final. De acuerdo a esto, el Check List comenzará identificando los controles y su cumplimiento, para luego ponderarlo en porcentajes que determinen el cumplimiento general, ubicándolos en tablas de rangos, para concluir con la evaluación general, tal como muestra la figura N° 2.

Figura N° 2



En el plano metodológico para validar la investigación, juega un papel importante la triangulación de datos, por lo que se deben cruzar las diferentes fuentes, técnicas, perspectivas, teorías o metodologías utilizadas en una investigación. Esta técnica permite al investigador entrelazar los métodos en el diseño y en la recolección de información, de tal forma de poder acentuar la validez de la investigación en forma cualitativa, es decir, el modo de recabar datos y captar cada evento desde sus diferentes puntos de vista de acuerdo al espacio - tiempo definido en la fase investigativa permitiendo analizar e interpretar los resultados en su propia dinámica.

Para focalizar la triangulación de datos y obtener un justo grado de confiabilidad del estudio, se utilizará el fraccionamiento mediante categorización de los elementos comunes detectados en la muestra seleccionada en forma estructurada. Como se mencionó anteriormente, se han aplicado cuestionarios a especialistas de la materia y a accionistas con participación en la propiedad de la industria en estudio, a partir de lo cual se aplicó una matriz de triangulación con cada categorización y se contrastó con el marco teórico, de modo de evidenciar de mejor forma el problema. La figura N° 3 exhibe el esquema general de la triangulación de datos que validan la investigación.

Figura N° 3



V. Conclusiones

En este estudio se logró obtener una visión amplia de las complejidades de las Stock Options, destacándose la idea que se otorga un derecho y no supone una obligación al ejecutivo en comprar determinado paquete de acciones durante el período de ejercicio y a un precio prefijado, y que se instaura como un mecanismo de retención y compromiso.

En cuanto al marco regulador se logra evidenciar que Chile no cuenta con una legislación íntegra que aborde todos los aspectos que se ven afectados a partir de la implementación de Stock Options, sino que más bien, estos planes deben remitirse a normas legales y/o circulares que han emitido los entes reguladores.

Ha quedado de manifiesto la postura de los accionistas en su aprobación sin tener un conocimiento acabado de este instrumento y, a pesar de esto, consideran necesario este tipo de incentivos a los ejecutivos.

A raíz de estos resultados se infiere que los accionistas no conocen íntegramente este tipo de instrumentos y que el control que ejercen sobre sus inversiones es bajo. Adicionalmente, se ha corroborado que sólo los efectos post La Polar les ha hecho replantear su actitud pasiva como propietarios y ser más diligentes y proactivos, solicitando una mayor información clara y transparente.

La opinión general que se tiene sobre los gobiernos corporativos es positiva, aunque resta por mejorar su imagen con un rol más activo para ser visto no sólo como un conjunto de normas, sino más bien como un ente generador de valor al interior de la compañía.

Considerando la experiencia que sigue en su fase de investigación judicial del caso La Polar y sus consecuencias, se puso en el tapete a las Stock Options, con sus complejidades y consecuencias sobre su inapropiada utilización, dejando de manifiesto la fragilidad de la regulación en Chile y de los avances que se debe recorrer para lograr un mercado financiero transparente y que abogue por las buenas prácticas de los diversos sectores de la industria.

Finalmente, con los elementos propuestos en este artículo, fruto de la investigación, se entrega un valor agregado a las accionistas en términos de información y técnicas de control, así como también a la comunidad universitaria, considerando que es un tema que no ha sido desarrollado en profundidad previamente y que a la luz de los acontecimientos de los últimos años, ha dejado en el tapete variadas interrogantes que han sido abordadas en el presente estudio.

VI. Fuentes de Consulta

BEATTY, R. &. (1994). Managerial incentives, monitoring, and risk bearing: A Study of Executive Compensation, Ownership, and Board Structure in Initial Public Offerings. *Administrative Science Quarterly*, 39, 313 - 335.

CHILE, C. (08 de Julio de 2011). La Polar: historia de una gran estafa. *Hitos en una línea de tiempo*, pág. 16.

DIARIO FINANCIERO (2012). Recuperado el 17 de Marzo de 2012, de Diario Financiero: http://w2.df.cl/empresas-con-stock-options-representan-mas-de-30-del-patrimonio-bursatil-del-ipsa/prontus_df/2012-03-15/221145.html

GESTIÓN (01 de 07 de 2011). *Revista Gestión*. Recuperado el 18 de 06 de 2012, de Revista Gestión: <http://www.gestion.cl/419/capital.php>

HUDDART, S. &. (1996). *Employee Stock Options Exercises: An empirical analysis*. *Journal of Accounting and Economics*, 21: 5 - 43.

LAMBERT, R. L. (1989). Executive Stock Options Plans and Corporate Dividend Policy . *Journal of Finance and Quantitative Analysis* , 24: 409 - 425.

OFEK, E. &. (2000). Taking Stock: Equity-based compensation and evolution of managerial ownership. *Journal of Finance*, 55: 1.367 - 1.384.

RAPPAPORT, A. (1999). New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance. *Harvard Business Review*, 91 - 101.

SEC. (29 de Marzo de 2010). *U.S. Securities and Exchange Commission*. Obtenido de U.S. Securities and Exchange Commission: <http://www.sec.gov/answers/empopt.htm>.

