



**Instituto de Dirección  
y Organización de Empresa.**

Cátedra de Política  
Económica de la Empresa

PROF. DR. DR. SANTIAGO GARCÍA ECHEVARRÍA

Núm. 268

**LA RETRIBUCIÓN VARIABLE DE LOS DIRECTIVOS  
Y EL PAPEL DE LAS STOCK OPTIONS**

*Prof. Dr. Santiago García Echevarría*  
Universidad de Alcalá

**UNIVERSIDAD DE ALCALÁ**

Doc.

1-A 00/268

UNIVERSIDAD DE ALCALÁ



5904623900

**CONFERENCIAS Y TRABAJOS DE INVESTIGACION  
DEL INSTITUTO DE DIRECCION Y ORGANIZACION  
DE EMPRESAS / Núm. 268  
DIRECTOR : Prof. Dr. SANTIAGO GARCIA ECHEVARRIA**

**LA RETRIBUCIÓN VARIABLE DE LOS  
DIRECTIVOS Y EL PAPEL DE LAS *STOCK OPTIONS***

*Prof. Dr. Santiago García Echevarría*  
Universidad de Alcalá

Alcalá de Henares, Julio 2000

Consejo de Redacción :

Santiago García Echevarría (director)  
María Teresa del Val

Secretaría y Administración :

LD.O.E.

© Prof. Dr. Dr. Santiago García Echevarría

Dirección del LD.O.E. : Plaza de la Victoria, 3  
28802 - Alcalá de Henares.  
Teléfono : 885.42.00  
Fax : 885.42.00  
e-mail: echevarria.alcala@retemail.es

**EDITA:**

**LD.O.E. UNIVERSIDAD DE ALCALÁ**

ISBN: 84 - 8187 - 099 - 4

Depósito Legal: M - 44706 - 2000

Imprime: **DIGITAL COLOR 2000, S.L.**

Pº de La Estación, 7 - 28807 Alcalá de Henares



*INDICE*

	<i>Pág.</i>
<i>I. PRESENTACIÓN .....</i>	<i>5</i>
<i>II PROCESOS DE CAMBIO EN LA NUEVA DINÁMICA RETRIBUTIVA.....</i>	<i>7</i>
<i>III. INSTRUMENTARIO DE LA POLÍTICA RETRIBUTIVA VARIABLE .....</i>	<i>14</i>
<i>IV. LAS DIMENSIONES DE LA POLÍTICA DE PARTICI- PACIÓN EN LA EMPRESA .....</i>	<i>18</i>
<i>V. STOCK OPTIONS: SU VALORACIÓN COMO INSTRU- MENTO DE RETRIBUCIÓN VARIABLE .....</i>	<i>20</i>
<i>VI LOS NUEVOS MODELOS DE COMPENSACIÓN .....</i>	<i>28</i>
<i>VII. RESUMEN .....</i>	<i>33</i>

## I. PRESENTACIÓN<sup>1</sup>

Se puede afirmar con rotundidad que la política retributiva se encuentra, casi de improviso, en un proceso de mutación total, sin precedentes en la segunda mitad del Siglo XX. Se ha pasado, repentinamente, de una cultura retributiva fuertemente afianzada en normas específicas de carácter laboral, o con estructuras predominantemente “establecidas” en los ámbitos directivos, a una *cultura de la retribución variable en profundidad*. Y todo ello, como se ha mencionado, en un período de tiempo muy breve, en toda Europa.

En Europa afecta, en primer lugar, al ámbito directivo, donde la ruptura es trascendental, pero se extiende, sin duda, cada vez con mayor incidencia, en todo el ámbito del personal. La relación directa entre retribución y prestaciones constituye ya hoy un valor admitido en los diferentes ámbitos de la actividad empresarial y se extiende, sin grandes dificultades, este cambio de valores a toda la empresa. La

---

<sup>1</sup>. Ponencia presentada en las jornadas sobre la remuneración de personal de Alta Dirección (Examen de una forma de compensaciones: las *stock options*) organizadas por Acción Social Empresarial el 9 de mayo de 2000.

retribución diferenciada conforme a prestaciones es hoy un valor admitido y demandado.

El fuerte impacto que ha supuesto en Europa y, sobre todo, en España en los últimos meses, el debate sobre las *stock options*, ha significado más que la aportación que haya podido realizar cara al futuro como instrumento para regular la retribución directiva, el hecho de una gran virtud que ha consistido en introducir la “ruptura” en la cultura retributiva. Independientemente de la posición que uno adopte frente al instrumento de las *stock options* para regular la retribución variable del directivo, su impacto, o casi mejor su virtud, ha sido que va a tener una mayor transcendencia en el cambio cultural en materia retributiva que todos los esfuerzos políticos en el ámbito de la desregularización de los mercados laborales. Las reformas probablemente sean más asequibles por la vía de nuevas formas retributivas que por unos meros cambios normativo-laborales. Y, en particular, los profundos procesos de transformación que tiene que realizar la empresa precisan de este impulso para lograr los nuevos diseños empresariales, en los que la persona y sus capacidades, sus conocimientos, así como los nuevos diseños organizativos, son la clave del éxito empresarial

## II. PROCESOS DE CAMBIO EN LA NUEVA DINÁMICA RETRIBUTIVA

Había que preguntarse cuáles han sido los elementos que han introducido de manera tan significativa y rápida la nueva dinámica retributiva en Europa. Entre estos elementos cabe destacar los siguientes:

- En primer lugar, la *globalización de la economía* y, en particular, de los mercados de capitales, ha introducido una creciente competitividad entre las empresas, lo que conlleva un gran esfuerzo de respuesta empresarial de cambio, para poder competir en mercados abiertos. La empresa, en estas nuevas circunstancias de competencia, necesita de capacidad directiva y de personal que ayude a descubrir los nuevos potenciales de la empresa, de los que puedan esperar los incrementos necesarios en el *valor de la empresa* que le facilite alcanzar la posición de futuro que se busca genere expectativas altamente favorables. Lo que implica la necesidad de disponer de promotores (Pümpin 1993) que descubran estos nuevos potenciales, esto es, de directivos-empresarios y de menos directivos-gestores-administrativos. Se precisa disponer de directivos con capacidad para descubrir los factores que garanticen el éxito empresarial y la puesta en marcha de los potenciales de estos factores determinantes.

Esta globalización del mercado de capitales ha tenido un impacto muy significativo en el debate sobre los dos modelos en torno a los cuales se establecen las *normas* sobre las que se dirigen y organizan las empresas:

- \* En primer término, el modelo denominado *shareholder value*, como modelo dominante en la cultura de los Estados Unidos. El criterio de valoración se establece por el mercado de capitales que descuenta las futuras expectativas empresariales considerando sus riesgos. Esta valoración se manifiesta en el tipo de cotización bursátil y en el valor de capitalización bursátil. La fijación precisamente del “precio” al cual se descuentan estas expectativas futuras de la empresa, con sus riesgos, las define el “*mercado de capitales perfecto*”, en la interpretación de los Estados Unidos. Se trata, sin duda, de orientar la *norma* que sirve de base para la dirección de la empresa con el fin de que los directivos logren los incrementos esperados del valor de la empresa.

Estas *normas, criterios*, que se derivan de la orientación al *shareholder value*, basadas en las expectativas del inversor, son las que constituyen en este modelo la base para la fijación de los principios sobre los que descansa la acción y la valoración de la



acción del directivo. Las expectativas del inversor, que son las que dan la cotización bursátil, confían y esperan que sean realidad a través de la capacidad directiva de esas empresas. El incremento a largo plazo del valor de la empresa exige que los intereses de los directivos estén de acuerdo con las expectativas que *ya han cotizado* los inversores.

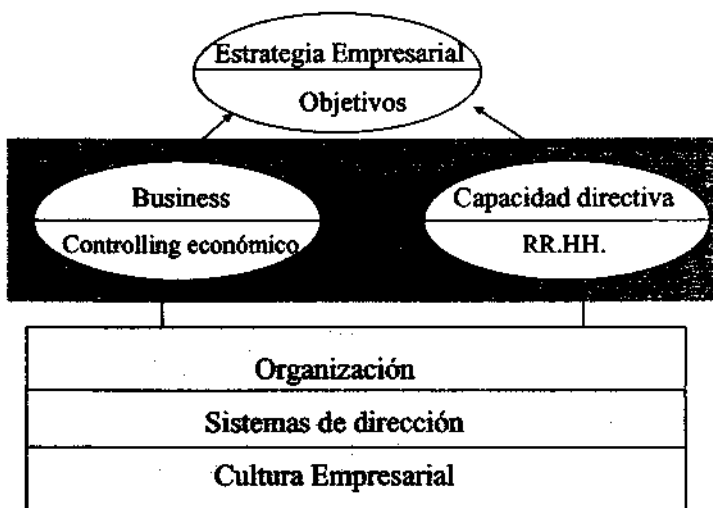
- \* El modelo dominante de corte europeo, el *stakeholder*, establece los principios de dirección, las *normas* en que se rigen, en torno también a la *maximización del valor de la empresa* considerando, sin embargo, los intereses de los distintos grupos que participan en la misma, tales como el inversor, el personal directivo, el personal, clientes o proveedores, la sociedad, que son, en su conjunto, los que establecen la *norma* que determina los principios de la dirección de la empresa.

El desarrollo de los criterios en los que descansan las medidas que impulsan la *creación de valor* constituye, sin duda, uno de los problemas fundamentales.

La fuerte orientación actual al modelo *shareholder* lleva a medir, mejor dicho introduce, en todo el contexto de la dirección empresarial las *magnitudes económicas* como

primera referencia fundamental, esto es, el valor, o el incremento, mejor dicho, del valor de la empresa.

- Hay un segundo elemento importante en este proceso de cambio: se ha recuperado el valor de la persona que es la que crea el valor y en el que juega un papel decisivo la capacidad directiva, que es la que descubre dónde están los potenciales y cómo se realiza su implementación (*performance*) para crear valor (ver Figura 1).



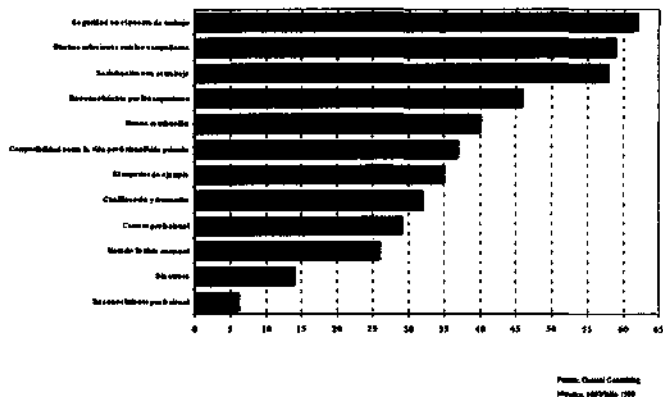
Fuente: S. García Bolevante

**Figura 1: El directivo en la creación de valor**

- En tercer lugar, la recuperación de la *medición económica* un factor clave que impulsa el análisis y dirección orientado al *shareholder value*, al pensamiento económico empresarial tradicional, en el que se dan las cuatro claves fundamentales para este incremento de valor, que por muy simples que sean, constituyen, sin duda, la clave de todo el debate actual en torno a la *creación de valor*:

1. El *incremento de la productividad*, sin añadir patrimonio o capacidades. Lo que significa tener la capacidad directiva y el desarrollo de personal adecuado para que se utilicen las capacidades disponibles, a lo cual denominamos "*optimización de procesos y actividades*".
2. Se debe de *invertir* solo en aquellos negocios que contribuyan a la creación de valor y *desinvertir* en aquellos que no lo crean en suficiente medida a través de la innovación, adquisiciones, etc.
3. Deben reducirse todos aquellos patrimonios, todas aquellas capacidades, que no son adecuadamente utilizadas, ya que se tienen muchas capacidades que están afectando con su ineficiencia el valor creativo de la empresa.
4. Además, se deben adecuar los procesos de adaptación de la empresa a las situaciones cambiantes de los entornos.

## LO QUE ES IMPORTANTE PARA LA PERSONA % que lo consideran muy importante



**Figura 2: Valores personales en Europa**

- La búsqueda, a través de la valoración del mercado de capitales, de las *normas* que rigen los criterios para la configuración de la dirección de la empresa, así como de sus criterios de management, deben estar totalmente cohesionados con el sistema de objetivos con el fin de que concuerden los intereses de los accionistas y los intereses de los directivos y del personal (ver Figura 1). Lo que corresponde a una interpretación del modelo de management orientado al *shareholder value*. Puede afirmarse que si se *crea valor* en una empresa, sus puestos de trabajo, que son los que lo crean, son de gran interés y garantizan al personal la seguridad de los mismos, con lo que se motiva, y a través

de esta motivación del personal se vuelve a generar valor. Esta interpretación corresponde a una visión *stakeholder* predominantemente europea. Los valores seguridad en el puesto de trabajo e identificación son claves en el actual sistema de valores europeo (ver Figura 2).

- Hay además un elemento constitutivo altamente significativo. Se trata de la existencia de un cambio en la cultura interpretativa del papel de los recursos humanos en la empresa. Constantemente, tanto desde niveles macroeconómicos como también económico-empresariales, los recursos humanos son considerados como un "*factor de coste*". La clave fundamental es si se sigue considerando a los recursos humanos como un "*factor de costes*", o si se pasa a interpretarlo como los "*generadores de resultados*". Todo recurso, y en particular los recursos humanos, generan o no generan resultados, medidos en torno a la disposición de la creación de valor. Y es en este sentido en el que un cambio de identidad en este contexto constituye la base de todo el pensamiento, no solo en lo que afecta a las *stock options*, sino que plantea la necesidad absoluta de acercarse a las personas a través de una retribución variable justa a las instituciones, lo que corresponde más al contexto antropológico de la persona, como ser social, que lo que hasta ahora se ha venido haciendo a través de una equivocada interpretación de lo que es "justicia retributiva" en torno a "*igualaciones laborales*

*legales*", esto es, la *norma laboral como criterio de management* de la empresa.

Pero es que además, debe considerarse, que los recursos humanos constituyen, sin duda, la palanca de la estrategia empresarial (ver Figura 1).

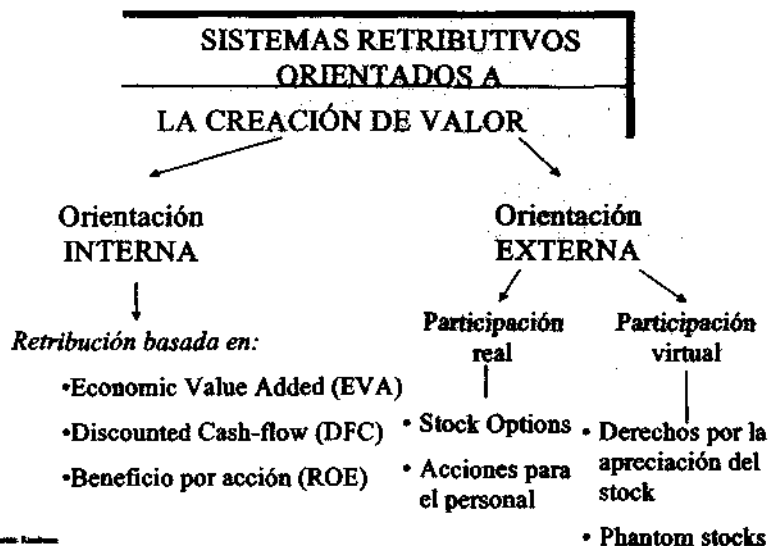
### III. INSTRUMENTARIO DE LA POLÍTICA RETRIBUTIVA VARIABLE

El instrumento clave en la definición de la política retributiva lo constituye, en primer lugar, la determinación de las normas que rigen el sistema de dirección de una empresa. Dentro de una interpretación *stakeholder* la *dimensión institucional*, que recoge los intereses de cada uno de los grupos implicados en la empresa, a través de sus valores e intereses, constituye, sin duda, una referencia fundamental para la fijación del sistema de dirección, dentro de un sistema de valores y su cultura. La materialización de esta *norma* se manifiesta en el establecimiento de los *objetivos* que deben realizarse a través de la capacidad directiva y la contribución del personal. La *fijación del sistema de objetivos* se configura como el instrumento clave de la política retributiva y, al propio tiempo, en todo lo que afecta a la orientación económica de la creación de valor.

Como veremos más adelante muchas de las controversias en los últimos años en torno a los planteamientos de las *stock options*, con

sus diferentes alternativas de materialización de esta forma retributiva, han radicado en un mal planteamiento sobre la *medición de los objetivos* y de su realización. Aquí se encuentra también la diferencia entre el Modelo EE.UU. y los modelos europeos.

Las *stock options* han constituido en la cultura de EE.UU. una de las claves fundamentales como instrumento de la política retributiva directiva basándose, predominantemente, en el objetivo externo establecido por el mercado de capitales, esto es, el objetivo fijado por las expectativas de los accionistas sobre la empresa y su capacidad directiva para poder aflorar esas expectativas de futuro y considerando los riesgos que implican (ver Figura 3).



**Figura 3: Sistemas retributivos orientados a la creación de valor**

La medición de la creación de valor presenta dificultades altamente significativas. Así se puede hor diferenciar entre:

- \* Una orientación interna de los planteamientos e instrumentos de medición, esto es, una orientación al “*performance*” directivo con tres criterios en la actualidad: EVA, DFE y ROE.
- \* Una orientación externa, esto es, orientada a la valoración que hace el mercado de capitales, con sus expectativas, del *performance* empresarial. Aquí se han generado diferentes instrumentos. Los unos que se constituyen como participaciones reales de los directivos, y los otros que se han configurado como participaciones virtuales.

La problemática de la medición y las formas de esta retribución ha hecho que en muchos de los casos esta forma retributiva manifieste preocupaciones y, sobre todo, haya, según muchos autores, agotado ya su período de vida como tal modelo retributivo. Ha alcanzado su valor y no hay expectativas de incremento por lo que hay que buscar nuevos elementos de motivación.

Las *stock options*, con una orientación *shareholder*, correspondiente a la cultura de Estados Unidos, ha tenido dificultades relevantes en Europa en los últimos dos años, no solo por motivos culturales sino jurídicos, societarios y fiscales. Entretanto se ha ido



modificando recientemente esta situación, lo que se manifiesta a través de la fuerte controversia que ha existido y que se sigue manteniendo en parte. Pero, al propio tiempo, se ha vuelto a replantear precisamente ahora la antigua tradición centroeuropea de los planes o programas de participación del personal en el capital de la empresa. Esto es, una recuperación de la idea de integración del directivo y personal en el patrimonio empresarial.

Hoy es todavía muy pronto para poder hacer un análisis correcto del impacto de las *stock options* en la eficacia económica de las empresas, en particular en su *performance* y será el futuro el que determine qué aportación ha significado este instrumento a la hora de fijar las normas del management y sus consecuencias empresariales.

La cuestión clave es si el objetivo perseguido por las *stock options* de hacer concordantes los intereses de los accionistas con los intereses de los directivos se logra cuando los directivos participan a *corto plazo* en los beneficios de la *cotización bursátil*, y ello independientemente de lo que es su función básica, esto es, la creación y mantenimiento del valor de la empresa a través de una eficiente implementación.



#### **IV. LAS DIMENSIONES DE LA POLÍTICA DE PARTICIPACIÓN EN LA EMPRESA**

Es interesante realizar aquí una breve referencia a la vieja historia europea de los planes de participación patrimoniales. Fue O. von Nell-Breunning, una de las personalidades más destacadas de la Doctrina Social de la Iglesia, la que ya a mediados del Siglo XX creó e impulsó la idea básica del salario investivo (*Investivlohn*), con el fin de lograr que el personal pasase de un “contrato laboral” a tener un “contrato de sociedad”.

La integración del personal mediante su participación patrimonial constituye en una democracia la base esencial que impacta de manera significativa, tanto en la dimensión societaria, como en la dimensión económico-social, con su fuerte repercusión ética por el desarrollo de la persona, y su capacidad de impulsar nuevas formas de dirección de la empresa, más eficientes y más humanas. Si bien estos planes de participación en el período de los años cincuenta a los ochenta se plantearon más con un fuerte corte legalista, hoy se plantean más desde el punto de vista de la realidad económica de cada una de las empresas y de su capacidad de respuesta a las necesidades de la sociedad. A lo que se une la necesidad del desarrollo integral de la persona.

En su interpretación tradicional los planes de participación se han orientado a configurar una retribución complementaria y se han limitado, con gran frecuencia, a la Alta Dirección.

En su interpretación moderna se trata de ser reflejo de una medición correcta de la contribución de cada uno a los resultados convirtiéndose en parte constitutiva de la retribución.

En esta realidad destaca el hecho de que la participación no es una imposición legalista, sino que corresponde a la necesidad de involucrar, fidelizar y motivar a la persona para lograr una mayor eficiencia en la utilización de las capacidades, de los recursos, dentro del ámbito de cada una de las empresas. Constituye, sin duda, uno de los cambios más significativos en el actual contexto europeo.

## RECOMENDACIONES DE PLANES DE PARTICIPACIÓN

### **Tradicional**

- Retribución adicional
- Orientación al tipo de cotización bursátil
- Diferenciación según niveles directivos
- Limitación al Top-management

### **Futuro**

- Elemento integrado de retribución
- Medida de resultado interno/externo
- Diferencia por grupos de resultados
- Ampliación de los grupos participantes

**Figura 4: Recomendaciones de Planes de Participación**

Como vamos a ver a continuación toda la actual iniciativa y debate sobre las *stock options* está derivando en Europa hacia un *mix significativo* de distintas formas de participar los directivos y, posiblemente, de extender estos procesos de manera rápida al personal, implicándole en el patrimonio empresarial.

En particular, se deben plantear también estos planes de participación con el fin de suavizar los conflictos societarios, sobre todo, cuando entramos en una dimensión político-social y económico-social en la que se han estabilizado los salarios, por una estabilidad de precios, con un significativo incremento de los beneficios. Lo cual puede crear problemas relevantes en torno a los procesos de transformación y sus consecuencias en el empleo. Se precisa de una fuerte motivación para poder lograr, cara al futuro, una correspondencia positiva entre empresa y personal. Es por lo que se considera que en las circunstancias actuales, en las que se tiene que proceder permanentemente a los procesos de transformación y cambio empresariales, esta forma de retribución variable puede constituir el eslabón fundamental en el éxito de este proceso.

## **V. STOCK OPTIONS: SU VALORACIÓN COMO INSTRUMENTO DE RETRIBUCIÓN VARIABLE**

Puede decirse que las *stock options* han realizado un buen trabajo de ruptura con la cultura retributiva vigente, tal como se ha señalado, con el fin de forzar a los directivos a pasar de un modo de

gestión administrativa a configurarse como promotores esenciales de los *business* de la empresa para entrar en la nueva economía. Lo cual afecta de manera creciente al conjunto empresarial.

Sin embargo, la valoración que puede hacerse hoy es que hay que ir a un nuevo modelo de compensación directiva, para que se refleje la realidad de una empresa y el *performance* del propio directivo, ya que el potencial de creación de valor en el futuro, en gran medida, está ya reflejado en el precio actual de las acciones, en la cotización bursátil. A título de ejemplo se hace en la Figura 5 una referencia a la retribución variable en Suiza y Alemania.

La retribución variable presenta una serie de ventajas, tanto para la empresa como para el colaborador, que se deben considerar (ver Figura 6).

- \* La empresa vincula la eficiencia en la utilización de sus recursos escasos y sus capacidades disponibles a la capacidad directiva para aflorar eficientemente las productividades existentes. Con ello trata de orientar al personal a sus resultados y busca la integración de “lo económico” con “lo social” (la persona).
  
- \* Para el colaborador sin rol en la empresa se convierte en su propio desarrollo personal abriéndose mayores perspectivas a su desarrollo.

## IMPORTANCIA DE LA RETRIBUCIÓN VARIABLE

	% del total retributivo	
<b>Nivel directivo</b>	<b>Suiza</b>	<b>Alemania</b>
Top-Manager	15%	26%
Primer nivel	11%	16%
Segundo nivel	7%	12%

**Figura 5: Importancia de la retribución variable**

## VENTAJAS DE LA RETRIBUCIÓN VARIABLE

### Para la empresa

- **Dirección más eficiente**  
(Sistemas de objetivos)
- **Mejores resultados**  
(Descubrimiento potenciales)
- **Mejores colaboradores**  
(Mayor motivación e integración)
- **Menores costes fijos**  
(Reducción de patrimonio)

$$\left[ \frac{\text{Resultados (I. I. y s/o Est. Fija)}}{\text{Patrimonio (potenciales/capacidades)}} - \text{Coste de capital} \right]$$

### Para el colaborador

- **Mayores ingresos si genera prestaciones más eficientes**  
(justicia retributiva)
- **Capacidad directiva**  
(riesgo/oportunidades)
- **Mayor satisfacción en el trabajo**  
(identificación con el proyecto)

**Figura 6: Ventajas de la retribución variable**

El principio de la retribución variable se ajusta más al principio de la justicia salarial y permite discernir en la exigencia de las nuevas formas de solidaridad.

Por su parte el inversor necesita asegurarse que el directivo le garantice y logre la creación de *valor* que ya ha sido cotizado, que ha sido descontado en el mercado de capitales. Por su parte, si el personal directivo ya ha alcanzado el valor de la empresa en su cotización bursátil necesitará de nuevos incentivos para involucrarse en la realidad de esa empresa.

Y ¿por qué esta necesidad de pasar a nuevos modelos retributivos?

## OBJETIVOS DE LAS STOCK-OPTIONS

- Incremento del Shareholder Value**  
(valor de las expectativas futuras y sus riesgos)
- Nuevos atractivos**  
(valoración de la dinámica empresarial)
- Mayor atraktividad como empresa**  
(mejor utilización de las capacidades)
- Fidelización**  
(integración por la apuesta del accionista)
- Flexibilización ingresos**

Figura 7: Objetivos de las *stock options*

Las *stock options* buscan que el directivo acompañe con su actuación, con su *performance*, al mercado bursátil, esto es, se trata de vincular la retribución del directivo con la retribución del inversor.

Las *stock options* pretenden, pues, dar respuesta a las expectativas de los inversores en función de la valoración de la dinámica empresarial y de la fidelización del accionista.

De los análisis que se han realizado desde 1962, en más de cuatrocientas empresas, a nivel internacional, se puede deducir que el 40% de los *return* de la empresa se deben fundamentalmente al mercado y se generan en el plazo de uno a tres años, período de tiempo que coincide con el período con que se evalúa a los ejecutivos. Si solamente se retribuye en base al precio de la cotización en Bolsa se está retribuyendo, o bien penalizando, al directivo con elementos que se encuentran fuera de su campo de acción en una magnitud relevante.

Los precios de las acciones a corto plazo presentan la diferencia entre el resultado actual y las expectativas futuras. Por lo que si la empresa hoy se encuentra ya muy bien cotizada, apenas se va a mover el precio de esas acciones; y si la empresa hoy está mal cotizada, puede dar saltos muy importantes en el precio. Por lo cual los directivos no se remuneran correctamente si solamente se sigue el precio del mercado de las acciones. Los directivos con una situación de *performance* pobre pueden ser superretribuidos.



En la Figura 8 se recogen las principales objeciones que se hacen a las *stock options* como instrumento de retribución directiva y sus posibles consecuencias en el management de la empresa, independientemente de los problemas de fidelización directiva.

## OBJECIONES A LAS STOCK-OPTIONS

- Menor consideración de los stakeholder
- Dilución de los planes de participación
- Utilización de la información interna
- Retribución adicional sin riesgos
- Peligro para el consenso social
- Inadecuada relación con el esfuerzo
- Retribución de decisiones erróneas

Figura 8: Objeciones a las *stock options*

El tema riesgo y utilización de la información son dos claves constitutivas que determinan el comportamiento directivo justo con el tema del management de los recursos humanos y posibles efectos negativos en el liderazgo.

Por lo que hay un problema básico que es la forma con que se mide el *performance*, la actividad de los directivos.

En este sentido deben distinguirse, por un lado, los “nuevos” planteamientos de medición con los que se trata de compensar, conforme a los precios de cotización bursátil, y ello bajo la denominación TRS (*Total Returns to Shareholder*), esto es, el incremento del valor de las acciones más el dividendo.

Con esta forma de medir se trata de impulsar el *performance*, en primer lugar, de la actividad directiva, el logro directivo, en relación, en segundo lugar, con las expectativas del inversor. Por tanto, en las *stock options* no se trata de una medida directa del *performance* del directivo sino indirecta. La medición del *performance* directivo es mucho más complicada que todo esto. Es por lo que necesariamente tiene que medirse la actividad de un directivo con muy diferentes tipos de medidas. De ahí se genera hoy la gran atención que se está dando al BSC (*Balance Score Card*) en el área de los recursos humanos, problema que por cierto está totalmente abierto.

Por otro lado, como se ha indicado, si una empresa en la actualidad está altamente valorada no es realista esperar que los directivos esperen un TRS mucho más alto. Si es baja sucede lo contrario.

Surgen estos dos métodos de medición, en torno al ámbito del mercado de capitales, tanto las TRS como las *stock options*, como consecuencia de las críticas ejercidas a los criterios financieros-contables tradicionales. La medición en base al *return on capital* y a la

## PLANES DE PARTICIPACIÓN EN ACCIONES

- Stock Options Plan**  
(Plan de Stock Options)
- Stock Appreciation Rights Plan**  
(Planes sobre los derecho de incremento de valor.  
Participación incremento de valor)
- Performance Share Plan**  
(Plan de participación según objetivos. Recompensa  
por el alcance de objetivos)

**Figura 9: Planes de participación en acciones**

creación de beneficio constituye, sin duda, una magnitud de medida de corto plazo, lo que hace que el directivo pueda forzar la rentabilidad a corto plazo a costa del largo plazo de un inversor. Éste ha sido el motivo fundamental de la entrada masiva de las *stock options* y de los planteamientos del cálculo económico de tipo TRS. motivo fundamental de la entrada masiva de las *stock options* y de los planteamientos del cálculo económico de tipo TRS.

Sin embargo, los criterios financieros no pueden ser abandonados de esta manera y deben ser parte constitutiva de los nuevos modelos de compensación, tal como se trata de introducir en los nuevos *Balance Score Card*. Las *stock options* y la TRS retribuyen conforme a las expectativas del inversor y su estimación de los riesgos. Retribuyen lo que esperan. Los criterios financieros retribuyen lo que se ha realizado.

## VI. LOS NUEVOS MODELOS DE COMPENSACIÓN

Si nos basamos en los casos reales que se plantean en los momentos actuales en Europa se puede afirmar que se busca una respuesta a las exigencias del mercado de capitales asegurándose que esa valoración de futuro sea una realidad empresarial. Es por lo que la *creación de valor* constituye, sin duda, el referente actual de medición del comportamiento directivo, tanto en cuanto se refiere a la utilización de los patrimonios, como a la eficiencia en la realización de las actividades.

La retribución directiva entra, consiguientemente, en un modelo mixto entre la *creación de valor*, y, por tanto, la medición de la capacidad directiva y de su *performance*, y la situación de la empresa valorada por los inversores en la cotización bursátil. Así, por ejemplo, Siemens, diseña una estructura retributiva en los términos siguientes:

- La Alta Dirección, compuesta por los cien principales directivos, pasará a tener una retribución del 40% fijo mensual y de un 60% por contribución a la creación de valor, como un bono a considerar durante un período de *tres años*. Hasta ahora el fijo era el 60% y el 40% de variable dependía del dividendo.
- Este proceso se ampliará a los cuatrocientos directivos siguientes, para pasar a 5.000 en su día, en los que el 60%

será fijo y el 40% será variable en torno a la creación de valor (GWB).

- A los quinientos principales directivos se les ofrecen opciones sobre las acciones que estarán bloqueadas dos años y va a depender de la cotización bursátil. Se podrá ejercer la opción solamente si la cotización bursátil es superior al índice europeo definido para el sector eléctrico-electrónico, en un 2%.

Consecuentemente pueden apreciarse dos tipos de retribución, una generalizada hasta llegar a los 5.000 directivos que no están sujetos a la normativa laboral, y otra la que corresponde a la Alta Dirección, en sus 500 directivos, con la opción a acciones en relación con el *comportamiento de la competencia* de su creación de valor. Se relaciona la creación de valor como norma que rige la dirección de la empresa y la posición de la empresa con respecto a sus *competidores*. No es solo el inversor con respecto a la empresa singular, sino la valoración de los inversores de las empresas de la competencia.

Otro ejemplo significativo de un mix de retribuciones es el que ofrece la SGL Carbón a partir de febrero de 2000.

Su filosofía es que todo el personal sea accionista y se basa en el criterio de la creación de valor.

Esta *norma* de la creación de valor es la que sirve de base para la definición de objetivos y es la que mide el nivel de realización de los mismos a través de un sistema de puntos. Existe una variante, y es que si por alguna circunstancia una persona obtiene un valor negativo puede incorporarlo en su "*cuenta de compensación*", de forma que pueda ser compensado con valores positivos en futuros períodos.

El pago se realiza en forma de acciones incrementado con un bono del 20%. La base de cotización que se tomó, la del 16 de marzo de 1999, fecha muy favorable para comprar en la cotización de sus acciones ha tenido una variación del doble un año después. El 70% del personal podía haber vendido, si hubiese querido, las acciones y el 30% en el plazo de un año, pero, sin embargo, el personal no ha vendido las acciones de la empresa.

El impacto sobre la motivación y, consecuentemente la productividad, ha sido extraordinario, ya que, en primer lugar, el personal tiene los objetivos claramente definidos y, por tanto, el criterio para su *performance*, al saber lo que tiene que hacer, se genera una dinámica de motivación amplia.

Un tercer ejemplo corresponde al planteamiento de *opciones virtuales* de las acciones ofrecidas por la empresa Mann.

La filosofía corresponde también a la creación del valor de la empresa como criterio o norma del management y la retribución se realiza en base a tres componentes:

- Salario básico
- Retribución variable en función de rentabilidad
- Participación en el "*plan de incremento del valor de la empresa*" que empezará a funcionar el 1 de julio de 2000 con una vigencia de siete años.

El cálculo de esta opción virtual se realiza teniendo en cuenta la relación con el Euro *stoxx index*.

La opción virtual de acciones, que se concede en función de la retribución actual, corresponde a un derecho del incremento de valor, sin coste alguno para el personal, y cada derecho da opción a cobrar en el día del vencimiento.

Se trata de comparar el tipo de cambio de la acción en el día de inicio del plan y el tipo de cambio al día de vencimiento. Después de dos años de bloqueo se puede ejercer la opción durante los cinco años siguientes, siempre y cuando el incremento del valor de las acciones, medido porcentualmente, sea mayor que el incremento del índice del *euro stoxx*, considerando cinco días consecutivos de valoración bursátil.

La acción debe suponer un 20% por encima del valor inicial y si lo alcanza recibe como valor del derecho cuatro veces, y cada punto adicional superior al 20% se incrementa de forma múltiple. Hay un valor máximo que es 24 veces el valor del derecho inicial.

En el caso del planteamiento actual de Daimler-Chrysler, que afecta a 6.500 directivos, la filosofía es hacer que la compañía sea atractiva internacionalmente para lograr integrar a los mejores directivos. La opción se realiza cuando se logre un 20% por encima del tipo de referencia.

Aquí se ha planteado una seria crítica por el hecho de que no está indizada esta opción con ningún índice externo a la empresa, por lo que se considera por algunos, “que si falta una vinculación a un index se retrocede a la Edad de Piedra de las *stock options*”.

Desde el punto de vista de esta compañía parece que el 20% puede lograrse sin grandes problemas en los próximos años y el hecho de que no se vincule a un index corresponde al posicionamiento de Chrysler de que no es usual en Estados Unidos. A ello se unen también las obligaciones convertibles.

En su conjunto puede afirmarse que todas las compañías están pasando en Europa desde una perspectiva de valoración basada fundamentalmente en el mercado de capitales, a una combinación que involucre el *performance* de la capacidad directiva en la gestión, el *performance* para la empresa, y no se base solo desde el punto de vista del mercado de capitales.



## VII. RESUMEN

1. La política retributiva ha entrado en una fase de cambio transcendental, lo que rompe con una cultura retributiva tradicional basada en la “norma laboral”, para entrar en una cultura de la retribución variable con su gran impacto en el management empresarial.
2. La entrada en Europa en los últimos tiempos del instrumento de las *stock options* ha significado, en un breve período de tiempo, un gran revulsivo en el debate retributivo en Europa.

Independientemente de su valor como instrumento de retribución variable de los directivos incide en los momentos actuales en Europa con un amplio resurgir de las políticas de participación del personal en el patrimonio. El fomento de una política patrimonial, sustentado hace décadas por uno de los grandes pensadores de la Doctrina Social de la Iglesia, P. O. von Nell Breunning con el fin de lograr la transformación del “contrato de trabajo”, en “contrato de sociedad” a través del “salario investivo” (*Investivlohn*) adquiere de forma creciente carta de naturaleza.

3. Mientras que en las décadas anteriores la política patrimonial adquiere carta de naturaleza amparada en la norma legal, hoy la

adquiere en torno a la realidad económico-empresarial y en la propia realidad del desarrollo de la persona.

4. La repercusión de la retribución variable de los directivos es de gran trascendencia tanto para el funcionamiento de la economía como para la configuración de los sistemas de dirección empresarial. Las *stock options* han sido el desencadenante en Europa de una fuerte controversia, aun vigente, que independientemente de su valor como instrumento retributivo, ha permitido abrir de manera tajante el diálogo en torno a la configuración de la retribución y a su estructura.
5. Las *stock options* descansan en un modelo económico denominado *shareholder value*, esto es, una orientación al mercado de capitales de la *norma* que rige los principios en los que descansa el *sistema de dirección empresarial*. El criterio por el que se rige la configuración de la dirección y organización de la empresa, así como los comportamientos de sus directivos, es externo a la empresa: lo fija el mercado de capitales. El inversor valora el valor de la empresa, mejor dicho, sus expectativas hoy a través de la cotización bursátil. Esta valoración la obtiene pues de las expectativas que estima que tiene la empresa en el futuro, así como de sus riesgos, lo que descuenta a un "*precio*" que fija el "mercado perfecto de capitales". El manager, el directivo debería realizar su actividad (*performance*) de manera que se realice la estimación del inversor.

Se busca, por tanto, con las *stock options* que se interrelacionen las expectativas del inversor con el reto directivo de realización de esas expectativas.

Este modelo corresponde a la cultura empresarial de Estados Unidos predominantemente.

6. La creciente globalización e intensificación de la competencia arrastra a Europa y a sus empresas a integrar este instrumento como elemento retributivo. Las dificultades tanto jurídico-societarias, como fiscales y culturales han sido grandes, de ahí las fuertes controversias. Entre tanto se han ido suavizando estos factores diferenciales.

El modelo europeo en el que descansa la institucionalización de la empresa, la “estructura corporativa”, es el modelo *stakeholder value*.

Se trata de *maximizar a largo plazo el valor de la empresa* considerando los intereses de los distintos grupos implicados en el desarrollo de la empresa, inversores, directivos, personal, clientes, proveedores, sociedad, etc. La orientación de la empresa europea al objetivo a largo plazo de la estabilidad para incrementar el valor de la empresa ha constituido la norma sobre la que se ha articulado la construcción del sistema de dirección, de la normativa legal y confronta los comportamientos directivos.

7. **La creación de valor** constituye la clave de la orientación de la empresa como institución corporativa y como sistema de dirección.

En el modelo *shareholder* es el mercado de *capitales "perfecto"* el que fija a través del tipo de cotización el valor de la empresa, esto es, corresponde a la valoración que hace el inversor del futuro de la empresa y de sus riesgos considerando las condiciones del mercado de capitales americano. No tiene directamente en cuenta el desarrollo de la actividad (*performance*) del directivo. Al directivo se le retribuye por la cotización bursátil y no directamente, por la realidad de su implementación en la empresa.

En el modelo europeo se han corregido las primeras incursiones de *stock options* en los tres últimos años al estilo EE.UU., por una orientación a la *creación de valor* por parte del directivo, esto es, el desarrollo de la actividad, su eficiencia, medida en el valor real y, en segundo término, en la posición bursátil. Por lo que debe hacerse una acotación a la especificidad del mercado bursátil europeo y la configuración de los órganos de gobierno de la empresa europea, que presenta características diferentes a las de los EE.UU.

8. Esta dualidad entre el modelo EE.UU y el europeo se manifiesta en los nuevos planes que arrancan en este año 2000.

Muchas de las empresas europeas valoran la aportación del directivo, al menos, sobre dos medidas:

- La creación de valor gracias al desarrollo de sus competencias
- La variación del valor en Bolsa con una diferencia con EE.UU.:
  - Se valora el incremento del valor bursátil en relación con la variación de un índice, que incluye la competencia (p.ej. Siemens, Mann, etc.)
  - En Estados Unidos la valoración es en términos absolutos, y no en relación con ningún índice relativizando el incremento de valor (Caso Daimler-Chrysler)

Esta diferencia es una de las críticas europeas más fuertes.

9. Puede afirmarse que el modelo de las *stock options* empieza a dejar paso a nuevos planteamientos en los que la retribución variable del directivo se basa en un programa mixto, de forma que se recojan tanto los sistemas internos de la empresa que reflejan el éxito del directivo merced a su eficiencia directiva, por un lado, y la valoración de la empresa en el mercado bursátil, pero no como valoración absoluta, sino relativa con respecto a los competidores. Las *stock options* como único instrumento de retribución no dan por sí solas respuesta a las exigencias económico-sociales ni institucionales para dirigir

eficientemente la empresa a largo plazo, en particular, en el contexto actual de la cultura europea.

**10.** La ampliación de los programas de participación en las acciones constituye probablemente ahora, cuando se han estabilizado los salarios y precios, esto es, se genera una cultura de la estabilidad, y se incrementa la creación de valor en la empresa, la oportunidad para integrar societariamente al personal en la empresa y en la sociedad.

Un consenso social pasa necesariamente por este proceso de integración que permita el desarrollo de un amplio núcleo de personas comprometidas con la empresa.

## **BIBLIOGRAFÍA**

- “Neue Werte für das Siemens Management”, en FAZ, 14.12.1998.
- “Bei SGL Carbon sind alle Mitarbeiter auch Aktionäre”, en FAZ, 18.08.1999.
- “Stolperstein Finanzierung”, en Handelsblatt, 17.03.2000.
- “Gehälter unter Druck”, en Wirtschaftswoche, 17.02.2000.

- “SAP schafft breiten Rahmen für Aktienbezüge”, en FAZ, 09.12.1999.
- “Daimler-Chrysler plant neue Aktienoptionen”, en Handelsblatt, 03.03.2000.
- “MAN führt virtuelle Aktienoptionen ein”, en Handelsblatt, 10.03.2000

