

UNIVERSIDAD DEL BÍO-BÍO

Facultad de Ciencias Empresariales

Departamento de Administración y Auditoría



MEMORIA PARA OPTAR A TÍTULO DE INGENIERO COMERCIAL

“STOCK OPTIONS EN CHILE”

ALUMNO : Francisco Andrés Oviedo Valenzuela.

PROFESOR GUIA : Dr. Mauricio Gutiérrez Urzúa.

CONCEPCION, 2016

“Stock Options en Chile”

EL INDICE

EL INDICE	2
AGRADECIMIENTOS	6
INTRODUCCIÓN.....	7
OBJETIVOS.....	8
Objetivo General.....	8
Objetivos Específicos.....	8
CAPITULO I: MERCADO DE OPCIONES	9
1.- Historia de los mercados de opciones.	9
1.1. Asociación de agentes y dealers de opciones de compra y venta.....	9
1.2. Formación de los mercados de opciones.	10
2.- Definición de Opción.	11
3.- Tipos de Opciones.	12
4.- Razones de negociación de opciones de compra.	13
5.- Razones de negociación de opciones de venta.	14
6.- Modelo de Valorización de Black-Sholes.	14
7.- Modelo Binomial de Valorización de Opciones.....	21
CAPITULO II: STOCK OPTIONS (OPCIONES DE COMPRA DE ACCIONES).....	25
1.- Concepto.	25
2.- Elementos de las Stock Options.....	27
2.1. Existencia de una sociedad emisora de opciones de compra de acciones.....	27
2.2. Existencia de un derecho de opción.	27
2.3. Opción de compra de acciones.....	28
2.4. Existencia de un precio de compra prefijado y preferencial.	28

“Stock Options en Chile”

2.5. Existencia de un plazo resolutorio.....	29
2.6. Por regla general se vincula el derecho de opción de un número mínimo y/o máximo de acciones que el trabajador pueda adquirir por esta vía	29
2.7. Existencia de una relación laboral entre las partes	30
3.-Objetivo de las Stock Options.	30
4.- Ventajas para la Empresa.	33
4.1. Alinear los intereses de los accionistas de una sociedad con sus órganos de dirección y administración.....	33
4.2. Motivación de los trabajadores	34
4.3. Atraer y retener personal.....	34
4.4. Liquidez	35
5.- Beneficios para el trabajador.	36
6.- Desventajas del uso de planes de compensación en Stock Options.....	37
6.1. Efectos en la toma de decisiones del directorio de la empresa.....	37
6.2. Motivación del personal.....	38
7.- Críticas al sistema de las Stock Options.....	38
8.- Stock Options en la Legislación chilena.	40
9.- Formas de implementar las Stock Options.	42
9.1. Implementación a través del aumento de capital de la sociedad	42
9.2. Implementación a través de la recompra de acciones de propia emisión.....	44
10.- Stock options en los RRHH y como concepto de Remuneración.	47
¿Qué es lo que se compensa o se incentiva a través de esta forma de remunerar?	47
¿Cómo se compensa ese buen desempeño?	48
11.- Tratamiento tributario de las Stock Options en Chile.	51
¿Qué significa dicha presunción de habitualidad?	52
Reforma Tributaria.....	53

“Stock Options en Chile”

CAPITULO III: PROBLEMA DE AGENCIA	54
1.- Concepto	54
2.- Casos de Conflictos de Agencia	55
Caso Enron.	55
¿En qué medida el comportamiento de Enron contribuyó a crear esta situación de crisis, y cómo se benefició la empresa a partir de esta situación?	58
Consecuencias.....	60
WorldCom: un escándalo monumental.	61
Bancos de negocios.....	62
La Polar	65
Las huellas de Morita en La Polar: La fórmula que convirtió a los gerentes en socios del negocio (CIPER 21 de julio de 2011)	66
Empleados y socios.....	67
La maraña de las sociedades.....	70
La “democratización” del crédito.....	72
CAPITULO IV: STOCK OPTIONS EN CHILE	75
Cencosud.....	76
Actividades y negocios.....	76
Situación de control.....	77
Pagos basados en acciones.....	78
Plan 2014 de Incentivo a la permanencia – Stock Options Fecha de concesión (Septiembre 2013).-.....	79
Plan 2015 de Incentivo a la Permanencia – Stock Options (Septiembre 2014).....	80
Plan 2016 de Incentivo a la Permanencia – Stock Options (Septiembre 2015).....	81
Falabella	83
Grupo Controlador	83

“Stock Options en Chile”

Pagos basados en acciones	84
LAN	88
LAN	88
Planes de compensación por aumentos de capital en LATAM Airlines Group S.A.	88
Plan de compensación 2011	89
Plan de compensación 2013	91
PARQUE ARAUCO	92
Las principales actividades en Chile son:	92
Planes de compensaciones basadas en acciones	93
Besalco	98
Pagos basados en acciones	98
AES Gener	100
Pagos Basados en Acciones	101
SQM	106
Descripción de la Empresa	106
Planes de compensación	106
Plan de compensación ejecutivos	106
CONCLUSIONES	110
BIBLIOGRAFIA	112

“Stock Options en Chile”

AGRADECIMIENTOS

Este trabajo va dedicado a mi familia, en especial a mi madre, ella siempre me apoyo tanto en las buenos como en los malos momentos.

A todos mis compañeros, tanto de carrera como de universidad, que de una u otra forma ayudaron a cerrar este ciclo de mi vida.

A la gran amistad que se cultivo en esta Universidad, José Hernández, Gina Norambuena, Sergio Quezada, Marilyn Oñate, Cristian Valenzuela, Jonathan Román, Susana, Liliana, Maricel y en especial Carolina Espinoza y Cristian Torres. De verdad muchas gracias por todo.

A Icoleague, por brindar la oportunidad de conocer a mis compañeros de carrera y dar las instancias para compartir tanto dentro como fuera de la cancha. Mención especial a la Real Sara-goza por darme la oportunidad de jugar y compartir al lado de un gran grupo que estimo demasiado.

A mis amigos de la infancia, Pablo Aros (amigo lo logré), Samuel, Gabriel, Miguel, Lorna y tantos otros, por esos partidos, salidas, cumpleaños y todo lo que hemos compartido, por su preocupación, gracias.

A Fabiola Zúñiga, llegaste cuando menos lo espere y estuviste cuando más lo necesitaba, simplemente Te Amo.

Finalmente, agradecer a mi profesor guía, Mauricio Gutiérrez por dirigir este trabajo, Muchas Gracias.

Y citando a un grande “Gracias Totales”.

“Stock Options en Chile”

INTRODUCCIÓN

Las Stock Options u opciones de compra de acciones son una forma de incentivar el rendimiento de los ejecutivos de grandes empresas y a través de ellos, el rendimiento de la propia empresa. Este tipo de compensaciones ha ido tomando cada vez más fuerza especialmente en el mercado del retail.

La justificación de este proyecto es informar lo que sucede en el mercado chileno tomando como base las empresas que conforman la Bolsa de Santiago, dando fuerte énfasis en el retail que es donde se concentra este tipo de compensaciones.

Conforme a lo anterior, esta investigación se organizará de la siguiente manera:

En el primer capítulo se dará a conocer la historia del mercado de opciones, dónde y como se origina y la definición de opciones y los modelos de valorización más utilizados.

En el capítulo segundo se describirán las características principales de las stock options, su objetivo las ventajas para el trabajador como para la empresa y una breve reseña tanto al ámbito legal como tributario en Chile.

En el capítulo tercero, analizaremos el problema de agencia con ejemplos tanto de Estados Unidos como el bullado caso chileno de La Polar.

En el capítulo cuarto, se dará a conocer las Stock Options en Chile, el listado de empresas que utilizan las Stock Options como parte de su sistema de compensación y algunos ejemplos de Planes de opciones sobre acciones.

Finalizando con lo más destacado de las noticias acerca de las opciones sobre acciones en el país.

“Stock Options en Chile”

OBJETIVOS

Objetivo General

- ✓ Esta investigación tiene por objeto analizar y conocer las Stock Options en Chile, las ventajas y desventajas para mitigar el problema de agencia y la implementación de este incentivo en las empresas en Chile al largo plazo.

Objetivos Específicos

- ✓ Investigar los conceptos claves que se relacionan a las Stock Options.
- ✓ Analizar las empresas que conforman el IPSA que emplean este instrumento de incentivo.
- ✓ Determinar las ventajas y desventajas de las Stock Options para mitigar el problema de agencia.
- ✓ Analizar las características de cada plan de compensación de Stock Options y los requisitos que deben cumplir los ejecutivos.
- ✓ Elementos legales en Chile sobre las Stock Options (punto legal y tributario).

CAPITULO I: MERCADO DE OPCIONES

1.- Historia de los mercados de opciones.

Las primeras transacciones de opciones de venta y de compra tuvieron lugar en Europa y Estados Unidos en el siglo XVIII. En sus principios, no gozo de buena reputación debido a ciertas prácticas fraudulentas. Una de ellas consistía en regalar a agentes (brokers) opciones sobre acciones de ciertas empresas, de esa forma se les incentivaba a recomendar la compra de tales acciones a sus clientes.

1.1. Asociación de agentes y dealers de opciones de compra y venta.

A principios del siglo XX se fundó la Asociación de Agentes y Dealers de Opciones de Compra y Venta, cuyo objeto era proporcionar un sistema para acercar a vendedores y compradores. Cuando alguien quería comprar una opción contactaba con una de las empresas asociadas que, a su vez, hacía lo posible para hallar un vendedor o “emisor” de la opción entre sus clientes o entre las otras empresas también asociadas. Si no se encontraba vendedor la propia asociación “emitía” la opción a cambio de un precio que se juzgaba apropiado. El mercado creado de esta manera fue llamado mercado Over-the-Counter (no oficial o extrabursátil), puesto que los operadores no se reunían físicamente en el parque del mercado de cambios.

El mercado de opciones de la asociación de agentes y dealers de opciones de compra y venta presentaba dos defectos: primero, no disponer de un mercado secundario puesto que el comprador de una opción no tenía derecho a venderla a un tercero antes de su fecha de expiración. En segundo lugar, no existía un mecanismo que garantizase que el “emisor” de la opción cumpliría con su contrato y de no cumplir, el comprador se veía forzado a demandarle judicialmente, lo cual resultaba económicamente muy costoso.

“Stock Options en Chile”

1.2. Formación de los mercados de opciones.

En Abril de 1973, el Chicago Board of Trade abrió un nuevo mercado, el Chicago Board Options Exchange, con el motivo específico de negociar opciones sobre acciones de empresas que cotizasen en bolsa. Desde esa fecha los mercados de opciones han sido objeto de gran interés entre los inversores. El American Stock Exchange (AMEX) y el Philadelphia Stock Exchange (PHLX) comenzaron a negociar opciones en 1975, el Pacific Stock Exchange (PSE) hizo lo propio en 1976. A principios de los ochenta, el volumen de negociación había crecido tan rápidamente que el número de acciones subyacentes en contratos de opciones vendidas a diario excedía el volumen de acciones negociadas en el New York Stock Exchange.

En los años ochenta se desarrollaron los mercados sobre opciones en divisas, opciones sobre índices bursátiles y opciones sobre contratos futuros. El Philadelphia Stock Exchange es el principal mercado de opciones sobre divisas.

El Chicago Board Options Exchange negocia opciones sobre los índices bursátiles de S&P 100 y de S&P 500, mientras que el American Stock Exchange negocia opciones sobre el Major Market Stock Index y el New York Stock Exchange hace lo propio sobre el índice NYSE. La mayoría de mercados que ofrecen contratos futuros, hoy en día, también ofrecen opciones sobre esos contratos de futuros. De este modo, el Chicago Board of Trade ofrece opciones sobre contratos futuros para el maíz, el Chicago Mercantile Exchange ofrece opciones sobre contratos de futuros sobre ganado y el International Monetary Market ofrece opciones sobre futuros en divisas, etc.

Tanto los mercados de opciones como los de futuros han tenido un éxito notorio. Uno de los motivos para ello, es que han atraído operadores muy diversos entre los cuales se pueden identificar tres categorías: aquellos que hacen operaciones de cobertura, especuladores y quienes realizan operaciones de arbitraje.

“Stock Options en Chile”

2.- Definición de Opción.

Una opción ofrece a su propietario el derecho, pero no la obligación, a realizar una operación determinada durante un periodo de tiempo prefijado.

El activo sobre el que se extiende el derecho se denomina *activo subyacente*.

El precio de compra (o de venta) que da derecho a adquirirlo (o a venderlo) durante el periodo en el que la opción está vigente se denomina *precio del ejercicio* (strike Price).

Opción, en sentido financiero, es un contrato especificado en un instrumento financiero que otorga el derecho a comprar o vender una acción, sujeto a ciertas condiciones, como es el precio, y que es válido por un plazo determinado. Es, pues, un acuerdo entre dos partes, una de las cuales otorga el derecho a otra, aunque no la obligación, a comprar o vender el título.

Para explicar el funcionamiento de una opción supongamos que se emiten títulos de deuda con la opción de suscribirlos en acciones comunes a un precio determinado y en una fecha previamente fijada. Cuando el dueño del certificado ejerce su opción debe hacer entrega de dicho certificado. De este modo, el dueño del certificado obtiene un rendimiento fijo por la obligación emitida y, además, tiene la opción de adquirir acciones comunes de la compañía emisora del título

Así, si la cotización de las acciones de la empresa emisora aumenta, entonces la opción adquiere un valor importante. Si el dueño del título o certificado no desea ejercer su derecho a convertirlo en acciones comunes, entonces puede venderlo, generándose en tal caso un nuevo mercado que corresponde a la transacción de los certificados de opción.

Estos serán transados en el mercado igual que las acciones mientras tengan duración legal y se puedan generar buenas y atractivas ganancias del capital en sus transacciones.

“Stock Options en Chile”

3.- Tipos de Opciones.

Existen básicamente dos tipos de opciones: de compra y de venta (call y put).

A la opción que da derecho a comprar un activo a un precio prefijado y durante un tiempo determinado se le denomina *opción de compra* (call option).

Mientras que a la opción que da derecho a vender un activo a un precio prefijado y durante un tiempo determinado se le denomina *opción de venta* (put option).

A la fecha en la que termina el derecho de opción se le denomina *fecha de vencimiento* (expírate date).

Como una opción es un derecho y no una obligación tiene un coste al que se denomina *prima* (Premium).

Las opciones pueden ser americanas o europeas. Esto no tiene nada que ver con la ubicación geográfica.

Las opciones americanas son opciones que pueden ser ejercidas en cualquier momento hasta su fecha de vencimiento.

Las opciones europeas solo pueden ser ejercidas en la propia fecha de vencimiento.

La mayoría de las opciones negociadas en mercados son americanas. Sin embargo, las opciones europeas son generalmente más fáciles de analizar que las opciones americanas, y algunas propiedades de estas últimas son frecuentemente deducidas de sus análogas europeas.

Subrayando el hecho de que una opción otorga a su titular el derecho a hacer algo, sin estar obligado a ejercer ese derecho. Es en este punto donde se diferencian las opciones de los contratos de futuros. El titular de un contrato de futuros a largo plazo, se compromete a comprar un activo, a un cierto precio y en una fecha dada. En cambio, el titular de una opción de compra, tiene opción a decidir sobre la compra de un activo, a un cierto precio, en una fecha dada, en el futuro.

“Stock Options en Chile”

4.- Razones de negociación de opciones de compra.

Las estrategias a seguir con opciones de compra pueden ser las siguientes:

- a) *Comprar una opción de compra.* Esta estrategia es válida cuando se tienen antecedentes que podrían llevar a subir precios de las acciones subyacentes, lo que originaría beneficios provocados de la siguiente forma:
 - Vender una opción de compra a una mayor prima.
 - Hacer efectivo el derecho de compra y vender las acciones a un mayor precio.

Los incentivos de comprar opciones de compra se deben a que si se quiere comprar acciones, haciendo uso de la opción se necesita un menor desembolso que si se compraran directamente las acciones; esto, a su vez, implica un riesgo menor, porque los fondos involucrados en la operación también son menores.

Otra ventaja de comprar opciones de compra se debe a que si de todas formas se desea comprar acciones o el instrumento subyacente, se puede asegurar el precio de la acción con financiamiento menor, puesto que si no se tiene la totalidad de los recursos, con una pequeña cantidad se puede asegurar el precio futuro de la operación.

- b) *Vender una opción de compra.* Las ventajas que se pueden conseguir con la venta de una opción de compra son los siguientes:
 - ✓ Obtención de un beneficio sobre las inversiones que previamente se han realizado en acciones o en el instrumento financiero subyacente.
 - ✓ Protección contra posibles bajas en el precio de las acciones que poseen los inversionistas.

“Stock Options en Chile”

5.- Razones de negociación de opciones de venta.

Al comprar una opción de venta se presentan las siguientes situaciones:

- a) Que el precio de las acciones subyacentes baje, en cuyo caso el valor de la opción debe subir, entonces el inversionista se cubre de la baja en las acciones con un alza del precio de las opciones.
- b) Que el precio de las acciones subyacentes suba, entonces baja el valor de la opción; en este caso se provocará una pérdida por el lado de las opciones, pero que se compensa con el alza en el valor de las acciones.

Al vender una opción de venta ocurre la siguiente situación:

- El vendedor de una opción de venta se compromete a adquirir las acciones subyacentes al precio de ejecución, siempre que el comprador de la opción de venta ejerza su posición.

La razón que puede mover a una persona a vender una opción de venta es la de obtener un ingreso adicional, esperando que no le hagan efectiva dicha opción.

6.- Modelo de Valorización de Black-Sholes.

El modelo de valorización de opciones de Black-Sholes, fue publicado en 1973 por Fischer Black y Myron Sholes¹, y consiste en calcular cual es el probable precio que debería tener una opción en el mercado dada una situación de paridad y que permite asegurar una rentabilidad mínima para un portfolio denominado cobertura. Este modelo ha tenido una gran influencia en el plano académico y se considera uno de los modelos de mayor utilización en el mundo, a la vez se ha aplicado a innumerables situaciones.

¹ F. Black y M. Sholes, “The Pricing of Opciones and Corporate Liabilities”, Journal of Political Economy, 81, May-June 1973, pág. 637-659.

“Stock Options en Chile”

Como todo modelo, normativo en un principio, el modelo de Black-Sholes tiene unos supuestos explícitos y otros implícitos no señalados por sus autores siendo los siguientes:

- 1.- Es válido para opciones europeas y para opciones de compra.
- 2.- No hay costos de transacción. Las opciones y acciones subyacentes se pueden dividir en forma infinita y hay información disponible y sin costo para todos los inversionistas. Por otro lado no se consideran impuestos a las ganancias de capital.
- 3.- No hay imperfecciones en la venta de opciones y acciones.
- 4.- Existe una tasa de interés libre de riesgos, la cual es constante mientras dura el contrato de la opción. Los participantes en el mercado pueden pedir préstamos y prestar dinero a esa tasa.
- 5.- La acción subyacente de la opción no paga dividendos.
- 6.- Los precios de la acción subyacente tienen un movimiento aleatorio y las capitalizaciones se efectúan en tiempo continuo. La varianza de la rentabilidad es constante a lo largo del tiempo de duración del contrato de opción.
- 7.- El plazo de vigencia de la opción es medido en años o fracción de años.

El modelo parte de una igualdad dada por la riqueza inicial de un portfolio de cobertura, el que está formado por compra de acciones, denominada posición larga en acciones y por venta de opciones sobre esa acción subyacente denominada posición corta en opciones. A partir de este portfolio de cobertura se contempla un cambio de su valor en un periodo suponiendo que cambia el precio de la acción sobre esa acción. A este cambio en la riqueza de ese portfolio se le exige que rinda como mínimo, en ese periodo, una rentabilidad equivalente a la tasa de libre de riesgo, supuesto de paridad incorporado por los autores y que justificaría el cambio de riqueza por tener ese portfolio formado por acciones y opciones. Esta igualdad, incorporando conceptos de Calculo Diferencial Estocástico, permite generar una ecuación diferencial de cuya solución se obtiene cual debería ser el precio de la opción de compra para asegurar que el cambio de riqueza de un periodo a otro genera una rentabilidad libre de riesgo.

“Stock Options en Chile”

Simbólicamente lo anterior significa lo siguiente:

Valor del		Valor de las acciones		Valor de las
Portfolio	=	Subyacentes	+	Opciones de compra
Cobertura		(Posición larga)		(Posición Corta)

$$V_H = P_A Q_A + P_o Q_o \tag{6.1}$$

Donde:

- V_H = Valor del portfolio de cobertura.
- P_A = Precio de la acción.
- Q_A = Numero de acciones del portfolio de cobertura.
- P_o = Valor de la opción de compra.
- Q_o = Cantidad de opciones de compra del portfolio de cobertura.

Se contempla una variación de valor del portfolio de cobertura de un período de tiempo y haciendo uso de Cálculo Diferencial se puede calcular esa variación dV_H en lo siguiente:

$$dV_H = (\partial V_H / \partial P_A) dP_A + (\partial V_H / \partial P_o) dP_o \tag{6.2}$$

Calculando las derivadas parciales de (6.2) a partir de (6.1) se tiene lo siguiente:

$$dV_H = Q_A dP_A + Q_o dP_o \tag{6.3}$$

“Stock Options en Chile”

La igualdad (6.3) implica que el valor de portfolio de cobertura se modificará en valor absoluto, es decir, en unidades monetarias, en $\$dV_H$ y esta variación se debe a modificaciones en los precios de las acciones, o sea dP_A , y a variaciones en el precio de las opciones, o sea dP_o . En este punto hay que señalar que sólo se está trabajando con pequeños cambios en el precio tanto en las acciones como en las opciones, esto se debe a la propia definición de variación total usada en el Cálculo Diferencial, ya que en éste se asume que debido a que las variaciones de las variables (precios en este caso) son pequeñas entonces la variación cruzada de ambas variaciones de precios es también pequeña. Este es un aspecto muy importante de entender, pues normalmente se obvia su implicación y el modelo no tiene sentido cuando hay bruscos quiebres en los precios y puede ocurrir adicionalmente que estos cambios no sean continuos sino discretos. Para salvar este problema se puede trabajar con variaciones de precios relativos (es decir en %) y no variaciones en valor absoluto (es decir, en unidades monetarias) o sea, trabajar con dV_H/V_H , dP_A/P_A y dP_o/P_o .

Dado el supuesto de portfolio de cobertura al modelo (6.3) se exige que para un período de tiempo de t , este cambio de la riqueza del portfolio en ese período sea igual al menos a invertir esos recursos iniciales y que éstas sean capaces de generar una utilidad que asegure la tasa libre de riesgo. Si esta tasa es r , entonces la utilidad mínima exigida para efectuar operaciones de compra de acciones y venta de opciones, debe ser:

$$rV_{t=0} = \text{Utilidad (en \$) mínima exigida a portfolio de cobertura} \tag{6.4}$$

Los autores sostienen que el precio de la acción se mueve estocásticamente, lo que significa que éste depende del tiempo y de la desviación estándar de los retornos de las acciones. Matemáticamente lo anterior implica lo siguiente:

$$dV_A/V_A = \mu dt + \sigma dz \tag{6.5}$$

“Stock Options en Chile”

Donde:

dV_A/V_A = Variación en el precio de la acción.

μ = Tasa de retorno esperada instantánea.

dt = Variación (pequeña) del tiempo.

σ = Desviación estándar de la tasa de retorno.

dz = Variable que sigue un proceso Wiener²

Usando definiciones de Cálculo Diferencial Estocástico y específicamente el Lema de Ito, se puede expresar que la variación del precio de la opción (dP_o) depende de la variación del precio de la acción subyacente (dP_A), de la variación del tiempo (dt) y de una variación cruzada, es decir:

$$dP_o = (\partial P_o / \partial P_A) dP_A + (\partial P_o / \partial t) dt + (1/2)(\partial^2 P_o / \partial P_A^2) \partial^2 P_A^2 dt \quad (6.6)$$

Reemplazando (6.6) en (6.3) se tiene:

$$dV_o = Q_A dP_A + Q_o [(\partial P_o / \partial P_A) dP_A + (\partial P_o / \partial t) dt + (1/2)(\partial^2 P_o / \partial P_A^2) \partial^2 P_A^2 dt] \quad (6.7)$$

La estrategia de cobertura de los autores es:

Comprar Acciones = $Q_A = 1$

Y vender una opción de compra igual a:

$$Q_o = \{(-1) / (\partial P_o / \partial P_A)\} \quad (6.8)$$

² Quantitative Methods for Portfolio Analysis. T. Kariya. Klwe Academic Publishers London, 1993.

“Stock Options en Chile”

Entonces la utilidad obtenida será igual a:

$$\frac{dV_H}{V_H} = rdt \Rightarrow dV_H = V_H rdt \quad (6.9)$$

Reemplazando (6.8) y (6.9) en (6.7), y haciendo arreglos algebraicos se tiene:

$$\frac{\partial P_o}{\partial t} = rP_o - rP_A \left(\frac{\partial P_o}{\partial P_A} \right) - \frac{1}{2} \left(\frac{\partial^2 P_o}{\partial P_A^2} \right) \sigma^2 S^2 \quad (6.10)$$

La ecuación (6.10) es una ecuación diferencial y se trata de calcular el valor de P_o , es decir cuál debería ser el precio de la opción para que se cumpla el supuesto central de que un cambio en el portfolio de arbitraje genere una rentabilidad al menos igual a la tasa libre de riesgo. Para dar solución a esta ecuación diferencial se debe considerar que el valor de una opción en el momento inicial, es decir, en $t=0$, debe satisfacer los siguientes límites:

$$P_o = P_A - E \quad \text{si } P_A > E$$

$$P_o = 0 \quad \text{si } P_A < E$$

Donde E = Precio de ejecución de la opción.

Resolviendo la ecuación diferencial (6.10) de acuerdo a las definiciones de precios de la opción se obtiene la solución del modelo general de Black-Sholes y que es:

$$P_o = P_A N(d_1) - (E/e^{rt})N(d_2) \quad (6.11)$$

“Stock Options en Chile”

$$d_1 = \frac{\ln(P_A/E) + (r + (1/2)\sigma^2)t}{\sigma\sqrt{t}} \quad d_2 = \frac{\ln(P_A/E) + (r - (1/2)\sigma^2)t}{\sigma\sqrt{t}}$$

Donde:

$$N(d) = \int_{-\infty}^d f(z) dz$$

f(z)= Distribución normal con media cero y varianza uno.

Es decir, N(d) es la probabilidad acumulada de una desviación menor a d en una distribución normal.

e = 2,71828

$$E/e^{rt} = \text{Valor actual neto}$$

(En t=0) del precio de ejecución E de la opción, con capitalización continua en el tiempo t capitalizada a una tasa r.

Si el período de ejecución de la opción, es decir, el tiempo que se tiene para ejercer la opción europea, es muy cercano a cero, entonces el valor de la opción (P_o) tiende a ser igual (P_A - E).

Esto se debe a lo siguiente:

$$\begin{cases} d_1 = +\infty \text{ y } N(d_1) = 1 \\ d_2 = +\infty \text{ y } N(d_2) = 1 \\ E/e^{rt} = E \end{cases}$$

Es decir, mientras más largo sea el plazo de ejecución, entonces mas indiferente es la decisión entre comprar una acción o ejercer la opción de compra sobre esa acción.

Hay que aclarar lo que el modelo de Black-Sholes determina el valor de la opción y no el precio de la opción, este último se obtiene del mercado donde se transan verdaderamente las

“Stock Options en Chile”

opciones, por lo tanto, no necesariamente se debe esperar que el modelo acierte enteramente con el verdadero precio. Este aspecto a veces tiende a confundir a un recién iniciado en el tema, pues dado el rigor analítico del modelo pareciera ser que o que finalmente se obtiene es el verdadero precio, pero hay que dejar de lado los estrictos supuestos que el modelo tiene y que lo pueden hacer bastante diferente de la realidad, es pues un modelo que determina el valor y no el precio.

Posteriormente, se desarrolló el modelo de Black-Sholes para opciones de venta, de tipo europea, el modelo es el siguiente:

$$V_p = (E/e^{rt})N(d_2) - P_A N(d_1)$$

7.- Modelo Binomial de Valorización de Opciones.

Otro popular modelo de valorización de las opciones está dado por el denominado método Binomial de Cox, Ross y Rubinstein (1979)³. En este modelo se asume que al final de un período cualquiera de ejercer una opción donde hay dos estados de naturaleza, uno que indica que el precio subirá con una probabilidad de ocurrencia de q y el otro estado es que el precio de la acción cae con una probabilidad de ocurrencia de 1-q. Para su desarrollo se forma una ecuación de cobertura o paridad en el momento inicial. La paridad parte del siguiente supuesto: Comprar una opción de compra y el flujo que ésta provoca es equivalente a formar una cartera que contenga acciones, mas pedir préstamo en los dos estados de naturaleza probable.

³ “Option Pricing: A simplified Approach”, *Journal of Financial Economics*, Sept. 1979, pp.229-263.

“Stock Options en Chile”

Valor cartera de cobertura (en t= 0) =

$$\Delta P_{A_0} + B$$

Valor cartera de cobertura (en t= 1) = $1-q$

$$\Delta P_{A_1} + B (1+r)$$

Donde:

B = Valor de un bono, equivalente a préstamo.

r = Tasa de interés libre de riesgo.

μ = Incremento del precio de la acción en el período 1 con probabilidad 1.

d = Disminución del precio de la acción en el período 1 con probabilidad 1-q.

Δ = N° de acciones a comprar.

Este árbol de decisiones es lo que se conoce como distribución binomial, la cual tiene una función de distribución de probabilidades. La expresión matemática del valor de una opción de compra es:

$$V_o = P_{A_0} f(z, n, p_1) - (E/(1+r)^n) f(z, n, p_2)$$

Donde: f: Función de distribución binomial para z, n y p. Z es el valor de la probabilidad que se desea obtener, n el numero de períodos y p la probabilidad de las alzas de precios de las acciones, por otro lado:

“Stock Options en Chile”

$$P_1 = \frac{p[(1+r) - d]}{(1+r)(\mu - d)} \qquad P_2 = \frac{(1+r) - d}{\mu - d}$$

Z es el número natural inmediatamente superior a:

$$\frac{\ln (E/V_0 d^Z)}{\ln (\mu/d)}$$

El modelo estándar binomial considerando capitalización en tiempos continuos y de acuerdo a Cox-Ross-Rubinstein es:

$$p = \frac{E^{p\Delta t} - d}{\mu - d} \qquad \mu = e^{\sigma\sqrt{\Delta t}} \qquad d = 1/\mu$$

Con los datos anteriores se calcula el riesgo o volatilidad del título a través de la siguiente fórmula:

$$\sigma_{\text{tase}} = \frac{1}{\sqrt{\Delta t}} \sqrt{p(1-p)} (\log(\mu/d))$$

$$\Delta t = T/N$$

Donde:

T = Tiempo total en años.

N = Numero de períodos.

Δt = Promedio de período de tiempo en años = T/N

σ = Volatilidad histórica, en % por año.

μ = Retorno esperado de la acción subyacente en % por año.

“Stock Options en Chile”

μ = Alza del precio.

d = Baja del precio.



Es la volatilidad o riesgo del precio de la acción en un nudo particular del árbol de distribución binomial. Esta volatilidad local a medida que aumenta el número de períodos tiende a la volatilidad total del título, o sea, σ .

Los modelos de Black-Scholes y el binomial se utilizan para la valorización de las opciones, sin embargo, no son iguales. En efecto, la convergencia de ambos sólo se da cuando el número de períodos de análisis es muy grande, en lenguaje estadístico esto significa que cuando el número de períodos, tiende a infinito entonces la distribución binomial de probabilidades tiende hacia la distribución normal o gaussiana, lo que indicaría que el valor de la opción por un método sería igual a la del otro modelo. Algunos consejos, del tipo receta, sugieren que cuando el período sea cercano a cincuenta o sesenta se usa el modelo binomial por ser de mayor facilidad operativa. Sin embargo, no debemos perder de vista que ambos modelos son solamente indicadores tentativos del verdadero precio y no son más que métodos fundamentalistas de valoración y, por lo tanto, frente a este tipo de fundamentación analítica hay que ser cauteloso porque la demasiada confianza puede conducir a decisiones inadecuadas y que pueden también llevar a pérdidas debido a que los supuestos de ambos modelos no coinciden en todas las ocasiones con las variables que realmente afectan a los precios de las opciones financieras.

CAPITULO II: STOCK OPTIONS (OPCIONES DE COMPRA DE ACCIONES)**1.- Concepto.**

Podemos definir las *stock options* o las opciones de compra de acciones como un instrumento financiero que representa el derecho a comprar una acción, a un precio fijado, durante un determinado período de tiempo previamente establecido.⁴

También se puede definir las *stock options* como una opción o derecho subjetivo que se ejerce con el fin de comprar una acción. Cuando el titular ejerce la opción, adquiere la acción, previo pago de la misma transformándose por consiguiente en accionista de la sociedad.⁵

Sin perjuicio que las *stock options* hayan sido concebidas inicialmente como instrumentos derivados abiertos al público, éstas han adquirido actualmente relevancia por utilizarse como una forma de remuneración cada vez más frecuente en grandes empresas y conglomerados internacionales.

Desde este punto de vista, las *stock options* son opciones de compra de acciones que una empresa entrega a sus empleados en concepto de retribución por su trabajo.⁶

Entrando en el análisis conceptual, hay que distinguir entre acciones y opciones sobre acciones.

La acción es “una cuota o parte del capital de una sociedad anónima reflejada en un título – valor”⁷.

⁴ OECD 2005, *The taxation of employee Stock Options* – No. 11, pág. 10.

⁵ Schmitz Vaccaro, *Las Stock Options y su introducción en Chile*, en *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 29 N°3, pág 558, Sección Estudios.

⁶ Dirección General Empresa, Unión Europea, *Las opciones sobre acciones para trabajadores – El entorno jurídico y administrativo de las opciones sobre acciones para trabajadores en la UE*, pág. 13.

⁷ Puelma Accorsi, Alvaro: “Sociedades”, Tomo II, Editorial Jurídica de Chile, pág. 470.

“Stock Options en Chile”

En cambio, las stock options es una opción, esto es un derecho subjetivo o facultad que se ejerce con el fin de comprar una acción. Cuando el titular ejerce la opción, adquiere la acción, previo pago de la misma y, por consiguiente, se transformara en accionista.

Precisando, podemos decir que las stock options están comprendidas dentro de la clase de opciones de compra (que se contraponen a las opciones de venta), esto significa que el titular de dicha opción tiene el derecho a comprar una acción a un “precio de ejercicio” o a un “precio de compra determinado”. En el primer caso, adquirirá la acción al valor que tenga en el mercado el día de ejercer la opción, en cambio en el segundo caso, estamos frente a un precio preestablecido y conocido al momento de asignarse la opción, independiente del valor que tenga la acción el día del ejercicio de la opción.

En algunos casos, la opción solo puede ejercerse en una fecha concreta (opción de compra europea), en otros casos, se puede ejercer antes de o en dicha fecha (opción de compra americana). Las stock options generalmente se otorgan a un “precio de compra determinado” y tienen el carácter de “opción de compra americana”.

Habiendo precisado lo anterior, podemos definir las stock options, diciendo que constituyen un contrato que materializa un sistema de compensación laboral, y mediante el cual se otorga al trabajador, la facultad de ejercer la opción de comprar en un plazo predeterminado y a un precio preferente y también determinado, acciones de la sociedad anónima abierta, con la cual se relaciona directa o indirectamente a través de su contrato de trabajo.

Es en este contexto, que los Departamentos de Recursos Humanos de las empresas confeccionan planes o programas de stock options, a fin de retribuir a los directivos, a un grupo o a todos los empleados, en función de sus gestiones o trabajos. Y se supone que, justamente estos resultados laborales se reflejaran en el incremento de valor de las acciones de la compañía.

Los autores Copeland y Weston definen dichos planes, como “una especie de contrato de compensación a largo plazo que depende de la evaluación que el mercado hace al rendimiento corporativo”.

“Stock Options en Chile”

De este modo, se posibilita que los trabajadores participen del mayor valor que experimente la compañía, a través de sus acciones en el mercado de capitales, y que a su vez supone ser el producto del esfuerzo de sus empleados.

2.- Elementos de las Stock Options.

De acuerdo a las explicaciones anteriores, podemos encontrar en las stock options los siguientes elementos característicos:

2.1. Existencia de una sociedad emisora de opciones de compra de acciones.

La empresa que emite las opciones debe ser una sociedad anónima abierta. En Chile, si se desea establecer las opciones sobre acciones a través de la recompra de acciones, se exige además, que la sociedad transe sus títulos accionarios en el mercado bursátil.

2.2. Existencia de un derecho de opción.

El trabajador es el titular de dicho derecho subjetivo que se origina en un contrato, es decir en un acuerdo de voluntades entre el mismo trabajador y su empleador. El ejercicio del derecho de opción depende únicamente del trabajador, quien puede libremente manifestar su voluntad en el sentido de adquirir los títulos comprendidos en la opción.

Así, ejerciendo la opción, se llega a materializar la compra de un determinado número de acciones. El derecho de opción no es transferible, porque está supeditado a la existencia de una relación laboral. Sin perjuicio de lo anterior, por lo general, el empleado puede disponer libremente sobre las acciones adquiridas después de haber ejercido la opción, a menos que el emisor de las acciones haya establecido restricciones a la transferencia o a la tenencia de las acciones, como pudiera ser por ejemplo el imponer un plazo mínimo de tenencia. Estas limitaciones son obligatorias para el adquirente y pueden introducirse con amplia libertad, ya que persiguen materializar uno de los objetivos de las stock options: retener a los trabajadores valiosos.

“Stock Options en Chile”

2.3. Opción de compra de acciones.

El objeto del ejercicio del derecho de opción es la compra de un determinado número de acciones de la sociedad, matriz o filial, empleadora del trabajador comprador. Con ello, se quiere expresar que al hacer efectiva la opción, su titular celebrara un contrato de compraventa de acciones con el emisor, y se transformara en accionista de la sociedad.

2.4. Existencia de un precio de compra prefijado y preferencial.

El precio al cual el dependiente va a adquirir las acciones, es determinado con anterioridad a la entrega de las opciones, por el emisor de las acciones. El carácter preferencial del precio hace que las opciones son consideradas un mecanismo de incentivo o compensación laboral. De esta forma, a medida que se incremente el valor bursátil de la acción, mejora el incentivo conformado por las opciones asignadas. Si no existiese esa ventaja económica, las opciones sobre acciones dejarían de tener razón de ser.

El precio puede corresponder al valor de mercado de la acción al momento de otorgar la opción o incluso puede ser inferior a este. Evidentemente el costo que implica para la empresa, seguir un programa de opciones en uno u otro caso es distinto, puesto que en el último caso, tendrá que evaluar que inversionistas externos comprarían probablemente, las mismas opciones a un precio mayor.

En el caso de fijar el precio de la opción igual al valor del mercado, se especula con la tendencia alcista de la cotización bursátil, de forma que al hacerse efectiva la opción de compra, exista una mayor diferencia entre el precio de adquisición y el precio de mercado. De esta forma se congela el precio de la acción, al tiempo de otorgarse las opciones.

El segundo caso cuando el valor de compra se fija por debajo de la cotización vigente al asignar la opción tendrá lugar especialmente si el precio de la acción tiene un comportamiento impredecible y esencialmente volátil, lo cual depende de la sensibilidad con la cual un título reacciona respecto de los movimientos económicos del mercado; los inversionistas hablan del “factor beta”, para referirse a esa medida. Por lo mismo, en esos casos el riesgo del inversionista es mayor, lo cual tendrá que compensarse con un atractivo precio inicial de la

“Stock Options en Chile”

inversión. En todo caso, cabe advertir que la fijación del precio dependerá en último término de la coyuntura económica del momento.

Demás está decir que, sea cual sea el caso, el titular de la opción sólo la ejercerá, si el precio predeterminado de compra es menor al precio de mercado de las acciones, puesto que en caso contrario incurriría en pérdidas y sería preferible acudir directamente al mercado si se desea comprar dichos títulos accionarios.

2.5. Existencia de un plazo resolutorio

Este elemento implica la fijación anticipada de un plazo resolutorio, durante el cual puede ejercerse el derecho de la opción de compra de las acciones. Vencido el plazo o ejercida la opción dentro del plazo, se extingue el derecho de ejercer la opción. Opera, por tanto, el principio de “preclusión”. Sin perjuicio de la existencia obligatoria del plazo resolutorio, no existe inconveniente para introducir en el programa de opciones un plazo suspensivo, es decir mientras no se cumple dicho plazo, no se podrá ejercer el derecho de la opción de compra de las acciones. De este modo, se abre un periodo definido y futuro durante el cual el empleado puede proceder a la adquisición de los títulos accionarios. Con ello se incentiva la permanencia en la empresa de los trabajadores beneficiados, actuando las opciones como mecanismo de retención del recurso humano valioso.

2.6. Por regla general se vincula el derecho de opción de un número mínimo y/o máximo de acciones que el trabajador pueda adquirir por esta vía

Nada impide introducir otro tipo de restricciones en el contrato de opción. Ya hemos visto por ejemplo el caso de un plazo mínimo de tenencia de las opciones o de las acciones adquiridas. Otro ejemplo, pudiere ser la cláusula que obliga al trabajador a continuar prestando servicios para la compañía por un plazo determinado, una vez ejercida la opción o una vez otorgada la opción.

Se ha mencionado anteriormente, que esas limitaciones persiguen instrumentalizar los objetivos que la empresa tiene en vista, al decidir compensar a través de opciones sobre acciones.

“Stock Options en Chile”

2.7. Existencia de una relación laboral entre las partes

En ese contexto, cabe destacar que las stock options son una forma de remunerar en función de la gestión del dependiente, la cual a su vez se reflejara directa o indirectamente en el valor bursátil de la acción.

Concuerda con ello, que para ejercer la acción ha de estar vigente el vínculo laboral entre el titular de la opción y la sociedad, matriz o filial, emisora de las acciones. Si la relación laboral termina antes que el trabajador alcance a ejercer la opción, caducaría de la misma forma dicho derecho. Podríamos sostener que existe una aplicación del adagio jurídico que lo accesorio sigue la suerte de lo principal.

Y como ya hemos dicho, tampoco se le permite al trabajador ceder o transferir el derecho de opción de compra de las acciones, sin perjuicio que pueda hacerlo una vez que se constituya dueño de las acciones, para lo cual es indispensable haber ejercido la opción de compra.

Como podemos apreciar, una característica fundamental de las stock options es la combinación de dos instituciones jurídicas distintas:

- ✓ La compensación por la prestación de servicios personales en el marco de una relación laboral, y
- ✓ La potencial compra de acciones de una sociedad anónima abierta.

3.-Objetivo de las Stock Options.

Para definir los objetivos que se consideran al establecer las stock options, hay que distinguir los intereses de los involucrados en el proceso, esto es el beneficio que reporta, por un lado al empleador y por el otro, al trabajador.

Por una parte, el empleador está interesado en aumentar el compromiso de su personal para con la empresa y a ligar la gestión individual de los trabajadores a los resultados corporativos. Repartiendo las stock options, se logra atraer y retener al personal valioso, aumentando el apego por la compañía y, al mismo tiempo, se va creando una cultura empresarial positiva

“Stock Options en Chile”

para ambas partes, basada en la motivación, el compromiso, la lealtad y la compensación de la buena gestión.

Asimismo, permite a la empresa destinar menos recursos a sueldos, liberando fondos que pueden ser utilizados para otros fines; y al mismo tiempo, se logra aumentar la base patrimonial. Por consiguiente, podemos sostener que las stock options constituyen una fuente de financiamiento para la empresa.

Otro aspecto de relevancia consiste en que a través del sistema de compensación accionaria, se puede llegar a transferir parte importante de la propiedad de la empresa a los trabajadores. Si ahora consideramos por lo general, los trabajadores beneficiados con las stock options, son los ejecutivos de la empresa, se produce un fenómeno bastante interesante: la identificación de la propiedad con la administración.

La empresa moderna, refiriéndonos con ello a las sociedades anónimas, cuenta entre sus rasgos fundamentales la circunstancia de encontrarse la propiedad disociada del control y manejo de la gestión. Y es justamente esa separación de propiedad y administración, la cual hace surgir los llamados “costos agenciales”, que consisten en que los administradores persiguen y deciden de acuerdo a objetivos propios y personales, los cuales se alejan frecuentemente del objetivo general de maximizar la rentabilidad de las inversiones de los dueños de la empresa. Por lo demás, los directivos, generalmente, están mucho mejor informados que los accionistas sobre los detalles de la administración de la empresa, y por consiguiente, la capacidad de supervisión de estos últimos sobre los administradores es limitado.

La teoría de finanzas moderna postula como objetivo principal de los gerentes o directivos el de administrar la empresa de acuerdo a los intereses de los accionistas. Como forma de asegurar que los gerentes efectivamente sirvan a los propósitos de los inversionistas, se plantea el ligar su compensación al desempeño de la empresa, mediante la asignación de participaciones accionarias.

“Stock Options en Chile”

De esta forma, se logra establecer una correlación entre el desempeño individual del trabajador y el colectivo de la empresa, lo cual se conoce como “alineamiento de intereses u objetivos”. Evidentemente ese alineamiento funciona mejor respecto de la plana ejecutiva de la empresa, puesto que generalmente los ocupantes de esos cargos toman decisiones, que influyen directamente en el precio de la acción de la compañía.

Por su parte, el trabajador se ve beneficiado a través de un beneficio económico consistente en adquirir acciones de sociedad anónima a un precio preferencial, es decir inferior al del mercado, y a transformarse en un dueño parcial de la empresa para la cual presta servicios. En otras palabras, los empleados participan directamente en el futuro crecimiento de la compañía y, ejercida la opción, en las utilidades que se generan y que en forma de dividendos constituyen los frutos del accionista trabajador.

Ya hemos comentado, que el titular de la opción sólo la hará efectiva en caso que el precio de adquisición sea inferior al de mercado. En caso contrario, y habiendo un interés en adquirir las acciones en cuestión, le convendrá recurrir directamente al mercado. Sin embargo, interesa analizar en forma pormenorizada las implicancias para la empresa de ese caso específico. La empresa podrá permanecer inactiva frente a la baja de la cotización accionaria o podrá renegociar las condiciones de otorgamiento de la opción. En este último sentido, el disminuir el precio de ejercicio de las opciones, debido a que la cotización de la acción respectiva haya caído por debajo de dicho precio, es lo que se denomina repricing.

A favor del repricing, puede argumentarse que las empresas se encuentran en la necesidad de atraer personal cualificado, por lo cual tienen que ofrecer stock options interesantes para competir en el mercado del talento y que todos los accionistas se verían perjudicados si la compañía pierde empleados claves. Otra buena razón a favor de la modificación del precio de ejercicio es que los directivos o empleados no siempre son responsables de la caída del valor de las acciones de la compañía en el mercado.

En contra de esa política habla que ella supone favorecer a los opcionistas frente a los accionistas externos, que no pueden beneficiarse del repricing. Además, existe el riesgo de

“Stock Options en Chile”

premiar una mala gestión económica. También, se puede ir en contra de los principios esenciales sobre los que se construyó el programa de compensación; razón por la cual es fundamental tener presente los objetivos que pretende lograr el programa y actuar en consecuencia.

Por último, referente a la adquisición de las acciones y su financiamiento, ya vimos que para la empresa, la emisión de stock options no implica un desembolso. Pero a su vez, también los trabajadores, se favorecen de una gran flexibilidad, puesto que los beneficiados pueden comprar las acciones con fondos propios o a través de créditos subvencionados por la empresa, quedando las acciones adquiridas en prenda. Incluso, si un trabajador no lograre conseguir financiamiento, podría simultáneamente con ejercer la opción, vender una parte de las acciones compradas, a fin de cubrir el precio preferencial de compra.

4.- Ventajas para la Empresa.

4.1. Alinear los intereses de los accionistas de una sociedad con sus órganos de dirección y administración

La actual estructura de administración de las sociedades anónimas disocia la propiedad del capital social del manejo de la gestión a través del establecimiento de un Directorio. De esta manera, en la práctica es posible que los directores y administradores de una sociedad persigan y adopten decisiones que pueden o no coincidir con los intereses de los accionistas de la sociedad. Lo anterior se ve reforzado por el hecho que los directores suelen estar mejor informados respecto de los negocios y rentabilidad de una empresa que sus propios accionistas.

La introducción de los planes de compensación en acciones ha servido por lo tanto para paliar los efectos que genera esta estructura de administración, al transformar a los directores de la empresa en accionistas de la misma, alineando sus intereses con los de los accionistas originales.

Asimismo, vincular el monto y oportunidad de parte de la remuneración variable de los directores con el desempeño de la empresa permite asegurar que los directores sirvan a los

“Stock Options en Chile”

propósitos de los inversionistas, aumentando el valor de la sociedad y consecuentemente el valor de sus acciones.

4.2. Motivación de los trabajadores

Las *stock options* tienden a involucrar tanto a directivos como a trabajadores en el éxito de la empresa, aumentando su interés en incrementar el valor de la compañía, mejorando así su productividad.⁸

Estudios han comprobado que el cambio desde un sistema rígido de remuneraciones, en el que el monto de la compensación es independiente del esfuerzo del trabajador, a un sistema en el que la remuneración se calcula teniendo en consideración tanto el rendimiento del trabajador y de su empresa, tiene como consecuencia la generación de efectos tales como incrementar la motivación y el compromiso de los trabajadores con su empresa, identificación de los intereses de los trabajadores con los de su empleador, disminución de los conflictos al interior de la empresa y mejoramiento en la organización del trabajo en su interior.⁹

Asimismo, la práctica en el uso de estos incentivos ha confirmado que, generalmente, las empresas que implementan planes de participación financiera obtienen mejores resultados que aquellas que no los utilizan.¹⁰

4.3. Atraer y retener personal

La entrega de beneficios en acciones permite, sobre todo a empresas emergentes, atraer y retener personal que en caso de no recibir este incentivo, estaría interesado en trabajar en grandes empresas, dado que de esta manera permiten mejorar su paquete de remuneración, compitiendo con el tipo de ofertas de trabajo que otorgan las grandes empresas.

Por su parte, estos beneficios permiten especialmente retener personal y evitar que este se traslade a otras firmas o a la competencia, dado que, en general la entrega de las acciones ofrecidas no se realiza sino hasta pasado un período relativamente largo de tiempo, perdiendo el trabajador su derecho a las acciones si renuncia a su empleo. De esta manera, el trabajador

⁸ OECD, op cit, pág. 11.

⁹ *Commission of the European Communities, Directorate – General for employment, industrial relations and social affairs, PEPPER Report 1, 1991, pág. 27.*

¹⁰ Uvalic (1991) *The PEPPER report*, citado en UE op cit, pág. 21.

“Stock Options en Chile”

prefiere seguir vinculado con la empresa que concede el beneficio y así no perder los posibles y futuros beneficios que le promete su opción de compra de acciones.

4.4. Liquidez

Este es un argumento muy importante para las empresas al momento de tomar la decisión de implementar un plan de compensación en acciones, dado que les permite incrementar las remuneraciones de su personal sin incurrir en altos costos que afecten la liquidez de la empresa.

Lo anterior sucede sobre todo en aquellos casos en que la sociedad emite nuevas acciones (o acciones de pago de acuerdo a la legislación chilena) para satisfacer las opciones de compra de acciones entregadas a sus trabajadores.

En efecto, si la sociedad entrega a sus trabajadores acciones de nueva emisión para satisfacer las opciones ejercidas, generalmente, lo materializará a través de un aumento de capital, fijando como valor de adquisición de las nuevas acciones aquel que resulte de dividir el aumento de capital acordado por el número de acciones emitidas, sin perjuicio del valor de mercado que tenga la acción en ese momento.

En este caso, la empresa recibirá un aumento de capital y el eventual costo de la implementación del plan se limitará al costo de oportunidad de vender dichas acciones a terceros, en cuyo caso la sociedad eventualmente recibiría un mayor valor por las acciones si su valor de mercado fuera superior al fijado como precio de adquisición para los trabajadores, pero como se puede apreciar, la empresa no deberá disminuir su caja para aumentar las remuneraciones de los trabajadores beneficiados.¹¹

Por su parte, en aquellos casos en que las empresas deben adquirir acciones de propia emisión para cumplir con los planes de adquisición de acciones que tengan en marcha, la disminución de liquidez vinculada con el pago de remuneraciones, se postergará en comparación con un salario en efectivo, pudiendo la empresa incluso elegir el momento adecuado para comprar las acciones cuando éstas tengan un precio relativamente bajo.

¹¹ Dirección General Empresa, Unión Europea, op. cit., pág. 23.

“Stock Options en Chile”

Lo anterior convierte a las opciones sobre acciones en un instrumento útil para las empresas, ya que les facilita el manejo de sus flujos de efectivo, en comparación con el salario ordinario que se caracteriza por ser más bien rígido.

5.- Beneficios para el trabajador.

La aceptación de opciones de compra de acciones implica para el trabajador, en primer lugar, tomar la decisión de postergar la recepción de parte de su remuneración normal o extraordinaria (dependiendo del caso) al momento en que se cumplan las condiciones necesarias para la liberación de las acciones.

Lo anterior tiene como consecuencia la vinculación de la remuneración laboral del trabajador con los posibles beneficios que pudiera obtener de la decisión de destinar parte de su salario en una inversión a largo plazo que no dependa del éxito de la misma empresa que paga su salario. La decisión, por tanto, de aceptar las opciones de acciones por parte de un trabajador lo lleva a asumir un riesgo de oportunidad tal vez mayor al que obtendría diversificando sus inversiones.¹²

Sin embargo, las opciones de compra de acciones, generalmente, conllevan la ventaja que el precio de adquisición de las acciones es fijado con un descuento, en otras palabras el trabajador suele pagar por las acciones un precio muy inferior a su valor de mercado, transformando a este beneficio en una oferta atractiva a la hora de decidir la forma en que invertirá su dinero.

Asimismo, y en la medida que el trabajador tenga la posibilidad de influir sustancialmente en el éxito de la empresa, el riesgo que conlleva no diversificar su cartera de inversiones disminuye, ya que puede ejercer algún tipo de control en la rentabilidad de su inversión.

Si además del descuento que se ofrece para la compra de las acciones sumamos, en algunos países, un tratamiento tributario especial y favorable a la adquisición de planes de compensación, el trabajador se verá particularmente beneficiado con esta forma de remuneración.

¹² Dirección General Empresa, Unión Europea, op. cit., pág 31.

“Stock Options en Chile”

Sin embargo, es necesario tener presente que la ventaja de estos regímenes tributarios especiales para el trabajador pueden tener consecuencias negativas para la empresa que concede el beneficio, influyendo así de forma sustancial la decisión de implementar estos planes. Esto sucede en aquellos países en que se permite a los trabajadores el uso de un sistema tributario preferente para la entrega de opciones sobre acciones, pero que ponen trabas o cortapisas a las empresas que las conceden para deducir los costos asociados al plan.¹³

6.- Desventajas del uso de planes de compensación en Stock Options.

6.1. Efectos en la toma de decisiones del directorio de la empresa.

Algunos analistas consideran riesgoso asignar un número elevado de opciones sobre acciones, a los ejecutivos y directores de una empresa, ya que esto los puede llevar a tomar decisiones que incrementen el valor de la acción en aquellas fechas cercanas al ejercicio de sus opciones con el propósito de obtener un mayor beneficio, pudiendo afectar así el crecimiento de la empresa en el largo plazo.

Asimismo, y considerando que los directores, gerentes y ejecutivos no reciben beneficio alguno de las acciones mientras penda el plazo o condición que se requiere para adquirirlas, éstos intentarán diferir el pago de utilidades a los accionistas con el objeto de repartirlas una vez que el beneficiario del plan se haya transformado en accionista de la sociedad, generando una mayor apreciación de las acciones en el mercado y perjudicando a los actuales accionistas de la sociedad.¹⁴

¹³ OECD, op.cit., Capítulo 1, *Tax Neutrality*.

¹⁴ Schmitz Vaccaro, op. cit., pág. 563.

“Stock Options en Chile”

6.2. Motivación del personal.

Sin perjuicio que la entrega de opciones sobre acciones permite, en términos generales, mejorar la motivación de los trabajadores con el objeto de incrementar el valor de su empresa y consecuentemente de sus beneficios en acciones, estos beneficios pueden generar el efecto contrario cuando los trabajadores beneficiarios, por los cargos en los que trabajan, tienen una influencia muy pequeña en los resultados de la empresa.

Lo anterior lleva en la práctica a destinar este tipo de beneficios a altos directivos y gerentes, generando una diferencia de tratamiento entre distintos tipos de empleados, lo que a largo plazo puede afectar el clima laboral de la empresa.

7.- Críticas al sistema de las Stock Options.

Los cuestionamientos han sido varios. Exponemos brevemente algunos problemas que pueden surgir.

Algunos analistas consideran como riesgoso asignar un número elevado de opciones sobre acciones a los ejecutivos, puesto que si sólo se liga el programa de compensación al aumento de valor de la acción en el mercado bursátil, el empleado puede concentrarse exclusivamente en obtener resultados positivos en el corto plazo y hasta que sus títulos hayan experimentado la revalorización esperada, a fin de venderlos con ganancias y retirarse luego de la compañía.

Pero no solamente por esa última razón, puede verse influenciada la gestión del ejecutivo beneficiado con opciones sobre acciones. Dado que el empleado no percibe dividendo alguno, mientras no ejerza su opción, puede que a través de su gestión tienda a impedir el reparto de dividendos para los accionistas, presionando a que se acumulen las utilidades del ejercicio, en la cuenta de utilidades retenidas o que se reinviertan las utilidades retenidas. Con ello, especula lograr una mayor apreciación de las acciones en el mercado, y perjudica a los actuales accionistas cuyo retorno se posterga en el tiempo.

Entre los accionistas y los titulares de opciones que aun no hayan ejercido su derecho de compra, se produce una asimetría de costo-beneficio de la gestión empresarial. Ello se debe a que los resultados de los proyectos de inversión de la empresa tienen un efecto directo en la

“Stock Options en Chile”

decisión de ejercer o no las opciones. En otras palabras, los éxitos económicos de la compañía, y la consiguiente alza de los títulos accionarios, benefician a todos, accionistas y titulares de opciones; mientras que las pérdidas resultantes de fracasos de gestión son asumidas únicamente por los accionistas titulares. Así puede concluirse que la desigual distribución del riesgo influirá en la toma de decisiones de los ejecutivos titulares de opciones, en el sentido de seguir estrategias de negocios más riesgosas.

También se critica la falta de correlación entre el desempeño del ejecutivo remunerado con stock options y el comportamiento bursátil de la acción. Este argumento será válido con mayor razón en mercados ineficientes, en los cuales el valor bursátil de las acciones no refleja instantánea y completamente toda la información relevante para la formación de los precios. Pero incluso dejando de lado la eficiencia del mercado, no hay que olvidar que las acciones son instrumentos de inversión de carácter variable, y en consecuencia por diversos motivos exógenos, el precio de la acción puede caer en el mercado por debajo del precio determinado de la opción. Si durante el periodo restante de la vigencia de la opción, el precio del mercado resulta ser inferior al “precio preferencial”, el titular de la opción simplemente prescindirá en ejercerla. Económicamente, estamos entonces frente a una pérdida, si en su oportunidad, el plan de compensación formaba parte de la remuneración del trabajador, y no era un mero premio. Por lo tanto, en este caso, las opciones de acciones no cumplirán su propósito de incentivar la gestión, y por el contrato, pueden llegar a tener un efecto adverso desmotivador en el empleado.

En tiempos de crisis, ocurre la posibilidad de que las opciones no puedan hacerse efectivas ya sea porque, no se produce la planificada apertura en la bolsa de la empresa (“phantom stock” o acciones fantasma) o porque permaneciendo cerradas, no hay compradores dispuestos a pagar aquello en lo que alguna vez se había fijado el valor de las acciones que el empleado tiene de su empresa. Una salida puede ser la renegociación de la compensación otorgada.

Por último, afirman los críticos que el vínculo de lealtad entre trabajador y empresa no se produce por poseer aquellos títulos de esta, sino que más bien por sentirse el trabajador “dueño” de un proyecto que desarrolla.

“Stock Options en Chile”

A pesar de las críticas expuestas, estos inconvenientes no deberían traducirse en desechar de antemano la institución de las stock options, sino que más bien en comprenderlas en forma correcta como un sistema de retribución e incentivo de naturaleza compleja, pero muy flexible. En consecuencia, su implementación requerirá de un estudio minucioso, a fin de confeccionar un plan de opciones, que tome debidamente en cuenta las necesidades y características particulares del caso, así como los objetivos perseguidos por la empresa.

8.- Stock Options en la Legislación chilena.

En nuestro país, el primer antecedente de stock options ha sido la Norma de Carácter General N° 99 del 10 de agosto de 2000, de la Superintendencia de Valores y Seguros, que regula las ofertas de suscripción y cesión de acciones que no constituyen oferta pública de valores. La Superintendencia del ramo, cumpliendo con el mandato legal establecido en el art.4¹⁵ de la Ley N° 18.045 del Mercado de Valores, estableció mediante dicha norma que las ofertas de suscripción o adquisición de acciones de una sociedad no constituyen oferta pública de valores, cuando sean dirigidas a los trabajadores de la sociedad, y destinadas al cumplimiento de políticas de incentivos laborales y cumpliendo además otros requisitos del caso. Al no constituir oferta pública de valores no se requerirá que las acciones y su emisor estén inscritos en el Registro de Valores de la Superintendencia (art. 5,6 y 183 de la ley n°18.045).

De este modo, la Superintendencia vino a aclarar una práctica seguida por las empresas multinacionales que operaban en el país y que compensaban a sus empleados con opciones de acciones.

Es así como la norma en análisis, no solo incluía la relación de una sociedad y sus trabajadores, sino que además abarcaba las ofertas de suscripción o adquisición de acciones de una sociedad matriz o de alguna de sus sociedades filiales o coligadas, comprendiéndose

¹⁵ **Artículo 4°.-** Se entiende por oferta pública de valores la dirigida al público general o a ciertos sectores o a grupos específicos de éste.

La superintendencia podrá, en caso de duda, determinar mediante resolución de carácter general si ciertos tipos de oferta de valores constituyen ofertas públicas.

Asimismo, la Superintendencia podrá eximir ciertas ofertas públicas del cumplimiento de alguno de los requisitos de la presente ley, mediante resoluciones de carácter general.

Los emisores que estén en liquidación no podrán hacer oferta pública de valores excepto si se tratare de sus propias acciones.

“Stock Options en Chile”

las coligadas que lo sean de la matriz o de las filiales, cuando sean dirigidas a los trabajadores de cualquiera de ellas.

En su letra c) la norma señala expresamente que “los destinatarios de la oferta deben tener relaciones contractuales laborales o pertenecer a la administración de las sociedades de que se trate”; mientras que la letra g) prescribe que “los requisitos anteriores se hacen extensivos a las opciones de compra y venta sobre las acciones a que se refiere la presente Norma y a los mismos destinatarios”.

Sin embargo, el ámbito de aplicación de la Norma quedo bastante restringido al establecerse que no podrán acogerse a ella “las ofertas de acciones de sociedades anónimas nacionales abiertas y sus filiales, así como las dirigidas a sus trabajadores y administradores” (letra h) de la Norma de carácter general).

Con ello, las ofertas de acciones de dichas sociedades se regían por las normas generales del derecho laboral y derecho comercial, mientras que la Norma en análisis sólo regulaba las ofertas de las acciones que las sociedades anónimas extranjeras realicen en el territorio chileno.

Posteriormente, las stock options fueron incorporadas a la Ley N°18.046 sobre sociedades anónimas por la Ley N° 19.705 que regula las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPA) y establece régimen de gobiernos corporativos, texto legal que fue publicado en el Diario Oficial con fecha 20 de diciembre de 2000. De esta forma, en palabras del Ministro de Hacienda, Nicolás Eyzaguirre, se entrega “a las empresas que cotizan públicamente sus valores la facultad para que utilicen esquemas de remuneraciones ampliamente difundidos en otros países, y que han sido claves en el desarrollo de la “nueva economía”. En particular, con la existencia de las stock options facilitara el acceso a propiedad de las empresas por parte de sus empleados, alineando de mejor forma los intereses entre los distintos agentes involucrados en el buen desempeño de las empresas”.¹⁶

¹⁶ “Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública”, Presentación del Ministro de Hacienda, Sr. Nicolás Eyzaguirre Guzmán, Octubre 2000.

“Stock Options en Chile”

9.- Formas de implementar las Stock Options.

Según las modificaciones introducidas por la Ley N° 19.705, las sociedades anónimas abiertas, cumpliendo con ciertas condiciones, pueden implementar un plan de compensación laboral de opciones de acciones de dos formas distintas:

- a) A través de un aumento de capital de la sociedad, y
- b) A través de la recompra de acciones de emisión propia.

9.1. Implementación a través del aumento de capital de la sociedad

El nuevo art.24 de la Ley sobre Sociedades Anónimas prevé en su inciso tercero que “en los aumentos de capital de una sociedad anónima abierta podrá contemplarse que hasta un 10% de su monto se destine a planes de compensación de sus propios trabajadores o de sus filiales”.

Continúa dicha disposición, aclarando de inmediato, que en esta parte del 10%, los accionistas de la sociedad no gozaran de la opción preferente legal de suscripción de las acciones emitidas en virtud del aumento de capital. Sin embargo, si los accionistas no ejercieren su derecho preferente a suscribir en todo o parte las restantes acciones, el saldo no suscrito podrá igualmente ser destinado a planes de compensación de trabajadores, si así lo hubiere acordado la junta de accionistas.

Concluyentemente con lo anterior, podemos sostener que sólo en el caso de no ejercer los actuales accionistas su derecho de suscripción preferente de las acciones de la nueva emisión y de haber un acuerdo de la junta en tal sentido, podrá destinarse un monto superior al 10% de la nueva emisión a stock options.

En el inciso quinto del mismo art.24 se reglamenta el plazo para suscribir y pagar las acciones por parte de los trabajadores, el cual podrá extenderse hasta por cinco años, contados desde el acuerdo de la junta de accionistas respectiva. Este plazo constituye una excepción a la regla general consagrada en esa misma norma. En efecto, los acuerdos de las juntas de accionistas sobre aumentos de capital no podrán establecer un plazo superior a tres años, contado desde la fecha de los mismos, para la emisión, suscripción y pago de las acciones respectivas.

“Stock Options en Chile”

Debe entenderse, sin embargo, que la sanción para el caso de que no se entere el aumento de capital dentro del plazo máximo, será en ambos casos la misma: el capital quedara reducido a la cantidad efectivamente pagada.

Respecto de esta modalidad de stock options, la historia fidedigna de la Ley N°19.705, afirma textualmente lo siguiente: “El objeto de esta norma consiste en establecer las “stock options”, que son acciones emitidas para ser entregadas a los trabajadores de las sociedades anónimas abiertas. Para este efecto, se agregan nuevos incisos al art.24 de la Ley N°18.046, de tal forma que puedan hacerse aumentos de capital para que el 10% de ese aumento pueda ser colocado en los trabajadores de las filiales de aquella. Con la finalidad de que se coloque efectivamente ese monto en planes compensatorios, se impide que los actuales accionistas puedan optar por su derecho preferente de suscripción de acciones por ese porcentaje. Por otra parte, se establece que aquellas acciones que no sean suscritas preferentemente por los accionistas, también podrán incrementar el plan compensatorio, siempre que la junta de accionistas así lo haya acordado. Además, se instituye que la colocación para los trabajadores se podrá hacer hasta por el plazo de cinco años, contado desde el acuerdo de la respectiva junta”.¹⁷

En resumen, podemos enumerar algunas características del plan de compensación laboral vía aumento de capital consagrado en el art.24 de la Ley de Sociedades Anónimas:

- a) Se aplica a todas las sociedades anónimas abiertas, esto es a las que la Ley N°18.046 define como tales en su art.2, disposición que ha sido también modificada por la Ley N°19.705; a diferencia de la otra modalidad de implementación no se exige que la sociedad tenga transacción bursátil;
- b) Se permite destinar hasta un 10% de un aumento de capital, al plan de compensación laboral, sin perjuicio de que este porcentaje se incremente por la renuncia que los accionistas hagan a su derecho preferente de suscripción de las nuevas acciones, previo acuerdo de la junta de accionistas en tal sentido;

¹⁷ Segundo informe de la Comisión de Hacienda del Senado recaído en el proyecto de ley, en segundo trámite constitucional, que regula las ofertas públicas de adquisición de acciones y establece régimen de Gobiernos Corporativos; Boletín N° 2.289-05

“Stock Options en Chile”

- c) Los accionistas no podrán ejercer su opción preferente de suscripción respecto de la porción de acciones destinadas a las stock options;
- d) Pueden ser beneficiado a través del programa de compensación laboral, tanto los trabajadores contratados por la sociedad cuyo capital se ha acordado aumentar, como los contratados por filiales de dicha sociedad;
- e) El plazo máximo para suscribir y pagar las acciones comprendidas en el plan de compensación es de cinco años.

9.2. Implementación a través de la recompra de acciones de propia emisión.

Esta modalidad de implementación se encuentra contemplada en el artículo 27 de la Ley N° 18.046, cuyo numerando cuarto agregado por la Ley N°19.705, añade una nueva circunstancia bajo la cual las sociedades anónimas podrán adquirir y poseer acciones de su propia emisión. Una razón para adquirir y poseer dichas acciones, sería la de implementar un programa o plan de compensación para los trabajadores de la sociedad, y así lo reconoce expresamente el inciso segundo del artículo 27 C de la Ley de Sociedades Anónimas.

Relacionado el ya citado artículo 27 con las disposiciones que lo siguen, esto son los artículos 27A a 27 C, la adquisición de acciones de emisión propia para los fines en análisis, debe cumplir con una serie de requisitos y condiciones:

- 1) Que se trate de una sociedad anónima cuyas acciones tengan transacción bursátil, lo cual implica estar inscrito en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros.
- 2) Que sea acordado por junta extraordinaria de accionistas por las dos terceras partes de las acciones emitidas con derecho a voto.
- 3) Que la junta especifique monto o porcentaje máximo a adquirir, el objetivo, esto es la implementación de un plan de compensación laboral, y la duración del programa de recompra, y además fije, el precio mínimo y máximo a pagar por las acciones respectivas, materia ésta última que podrá delegar en el directorio.
- 4) Que la duración del programa de recompra no exceda tres años.
- 5) Que la adquisición se haga sólo hasta por el monto de las utilidades retenidas.

“Stock Options en Chile”

- 6) Que la oferta de la adquisición se haga en proporción al número de acciones de cada serie de acciones, que tenga transacción bursátil, en su caso.
- 7) Que la sociedad anónima no mantenga en cartera acciones de su propia emisión representativas de un monto superior al 5% de sus acciones suscritas y pagadas. Los excesos producidos deberán ser enajenados en el término de 90 días, contados a partir de la fecha de la adquisición que hubiere dado origen al exceso.
- 8) Que las acciones objeto de la recompra estén totalmente pagadas y libres de todo gravamen o prohibición.
- 9) Que la adquisición de acciones se ejecute a través de una Oferta Pública de Adquisición de Acciones o que las transacciones del programa de recompra se lleven a cabo en bolsas de valores, a través de sistemas que permitan la adquisición a prorrata de las acciones recibidas, y sólo en su defecto, el saldo restante del porcentaje fijado podrá comprarse directamente en rueda.

Sin perjuicio de esta segunda alternativa, previa autorización por la junta de accionistas, el directorio podrá adquirir directamente en rueda una cantidad representativa de hasta, un 1% del capital accionario de la sociedad, dentro de cualquier periodo de doce meses, sin necesidad de aplicar el procedimiento de prorrata.

Por otro lado, se limita el volumen diario de recompra al establecer que el monto de las operaciones realizadas en un mismo día no podrá ser superior al 25% del volumen promedio de transacción diario que hayan experimentado las acciones de la sociedad durante los 90 días anteriores, en las bolsas de valores nacionales y, en su caso, extranjeras, por el saldo de aquellas acciones que no hubieren sido adquiridas por el procedimiento de prorrata.

- 10) Que las acciones adquiridas sean enajenadas dentro del plazo máximo de veinticuatro meses, a contar de su adquisición. Si la sociedad no cumpliera con dicho plazo, su capital quedara disminuido del pleno derecho.

“Stock Options en Chile”

Tratándose de instituciones bancarias, rigen adicionalmente las normas específicas sobre adquisición y posesión de acciones de emisión propia, contempladas por el artículo 27 D:

- a) El valor de las acciones propias en cartera se deducirá del capital básico para todos los efectos legales, reglamentarios y normativos.
- b) No podrá adquirir acciones propias con cargo a utilidades del ejercicio o a fondos de reserva, si por efecto de esa operación el banco infringe los márgenes legales de crédito o alguna de las proporciones fijadas por la ley en relación a su patrimonio efectivo o capital básico (art. 27D letra b en relación al art. 56, 66 y 84 de la Ley General de Bancos).
- c) La adquisición de acciones propias requerirá la aprobación de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, que sólo podrá denegarla si la empresa solicitante no se encuentra en la Categoría I (nivel A de solvencia y nivel A de gestión), según el artículo 60 de la Ley General de Bancos o dejaría de estar en ella como consecuencia de la adquisición de acciones propias.

Comparando ambas alternativas de introducción de stock options a una empresa, queda claro que en el caso del aumento de capital, el porcentaje máximo de que se puede reservar a tales efectos asciende, por regla general, a un 10%, debiendo suscribirse y pagarse las opciones de compra en un plazo máximo de cinco años. En cambio, al proceder a la recompra de acciones propias, el porcentaje máximo de valores que la sociedad puede mantener en cartera es de 5% (teóricamente, la ley permite mantener porcentajes mayores a ese tope, siempre que no sobrepasen los 90 días, pero difícilmente el tiempo necesario para ejecutar un programa de stock options para los trabajadores podrá ser inferior a ese término), y la sociedad tiene 24 meses plazo para enajenar a los trabajadores, los títulos adquiridos. Por otra parte, el programa de recompra no puede exceder de tres años contados desde el acuerdo que tome la junta de accionistas.

Otra diferencia clave consiste en que, sólo las sociedades anónimas cuyas acciones tengan transacción bursátil podrán recomprar acciones de emisión propia. Si la sociedad anónima

“Stock Options en Chile”

abierta no cumple con esa condición, deberá obligadamente escoger la vía del aumento de capital para poder introducir las stock options a su sistema de compensación.

10.- Stock options en los RRHH y como concepto de Remuneración.

Para el derecho laboral y la administración de los recursos humanos, el sistema de opciones accionarias es un medio de retribuir al trabajador por sus servicios prestados.

La tendencia moderna apunta a disminuir cada vez más la importancia y la proporción del sueldo fijo, que en épocas pasadas alcanzaba muchas veces hasta un cien por ciento de la remuneración, y reemplazarlo por formas variables de remuneración, asociados a desempeño.

¿Qué es lo que se compensa o se incentiva a través de esta forma de remunerar?

Dijimos que tanto el desempeño individual, como el grupal, puede retribuirse, y concretamente apuntamos a criterios de evaluación de resultados individuales o colectivos, como por ejemplo la productividad medida, el volumen de ventas, determinados estándares de calidad, una baja cantidad de devoluciones del producto o reclamo de clientes, etc. Sin perjuicio de ello, podrán compensarse también en forma puntual, el logro de objetivos específicos o el cumplimiento de metas determinadas que el directorio defina en forma previa. Entre éstas pueden incluirse la ejecución de proyectos de inversión, el lograr determinada participación de mercado, conseguir tasas de crecimiento de ingresos o ventas, alcanzar determinados parámetros financieros o de rentabilidad de los recursos propios, o el cumplimiento de objetivos estratégicos, como la expansión a nuevas líneas de negocio o la reestructuración del negocio existente.

La tendencia que se observa, se orienta entonces a condicionar el ejercicio de la opción, no sólo a la permanencia del directivo en la empresa, sino también al cumplimiento de objetivos concretos como los mencionados (acciones condicionadas a resultados).

“Stock Options en Chile”

¿Cómo se compensa ese buen desempeño?

Ahí surgen los instrumentos de compensación variable o incentivo laboral, como son las stock options, así como los bonos de resultado que se asocian al cumplimiento de las metas específicas (de corto o largo plazo) fijadas por el empleador (como por ejemplo premios en dinero, viajes para el trabajador y su grupo familiar, financiamiento de estudios) o asignaciones materiales o inmateriales adicionales (por ejemplo: el uso de un automóvil, de una vivienda, un seguro de vida o asistencia médica).

La particularidad de las stock options en ese contexto, consiste en que se logra establecer por medio de ellas, incentivos a largo plazo; a diferencia de un bono o una comisión que apuntan al corto plazo. Asimismo tienen la ventaja de mantener cierta flexibilidad en la estructura de remuneraciones de la empresa, pues permite vincular el esfuerzo personal o colectivo (según si se trata de incentivos a la productividad individual o de un grupo de trabajo), con los ingresos de los trabajadores, y por ende con el desempeño accionario de la empresa.

Para efectos de aplicar normas laborales, previsionales e incluso tributarias, interesa definir si las stock options constituyen o no remuneración, a la luz del Código del Trabajo.

En el artículo 41 del Código del Trabajo define lo que ha de entenderse por remuneración como “las contraprestaciones en dinero y las adicionales en especie valuables en dinero que debe percibir el trabajador del empleador por causa del contrato de trabajo”.

La disposición citada, en su inciso 2° se encarga de excluir expresamente ciertas prestaciones del concepto de remuneración.

En consecuencia, para que una prestación sea considerada “remuneración” se exige copulativamente:

- a) Que se otorgue en dinero o sea apreciable en dinero,
- b) Que se origine en el marco de una relación laboral, y
- c) Que no esté enumerada entre las excepciones del ya mencionado inciso 2°.

“Stock Options en Chile”

En base a esos requisitos, podemos ahora entrar a calificar las opciones de compra de acciones que los trabajadores perciban como contrapartida a su rendimiento laboral. Dichas prestaciones no se otorgan en dinero, pero si son avaluables en dinero, puesto que existe un precio de adquisición prefijado; tienen como causa el contrato de trabajo, y finalmente, no figuran dentro de las excepciones legales.

Siguiendo el análisis, se llega a la conclusión, que las stock options “constituirían remuneración, en la oportunidad en que se ejerciera la opción de compra por el trabajador, y por el monto que resultaría de deducir del valor a ese momento de las acciones el prefijado para las mismas, determinado previamente, pagado por el trabajador”. Así lo ha determinado la Dirección del Trabajo a través del dictamen n° 1816/0152 del 18 de mayo del 2000. Este antecedente es, hasta la fecha, el único dictamen sobre la materia de las stock options, y ha sido emitido incluso con anterioridad a la dictación de la Ley n°19.705.

Este dictamen deja en evidencia que la opción en sí, no es remuneración, pero sí lo es el mayor precio que gana el trabajador al momento de hacer efectiva la opción, y que resulta de la diferencia entre el precio de compra prefijado y el valor bursátil de las acciones. Recién en ese momento, hay certeza acerca de un mayor valor del cual se beneficia el trabajador.

Con anterioridad al ejercicio de la opción de compra, sólo existe un derecho que no necesariamente se va a materializar; en palabras de la Dirección del Trabajo, existe un tipo de remuneración condicional, puesto que está sujeto a la condición suspensiva de que se ejerza efectivamente. Ya hemos comentado, que si la cotización bursátil de la acción permanece bajo el precio prefijado para su adquisición, el titular de la opción nunca la ejercerá. También puede dejar de comprar por otras razones, como sería por ejemplo la falta de financiamiento. Por lo tanto, antes de ejercerse el derecho de opción, aun no se ha incorporado un valor económico cierto al patrimonio de su titular.

El valor de mercado de la acción no constituye en su totalidad remuneración, puesto que una parte de dicho valor (equivalente al precio de adquisición) constituyo un desembolso patrimonial para el empleado.

“Stock Options en Chile”

Por otra parte, el art. 42 del Código Laboral, incluye dentro del concepto remuneracional a la participación, definida como “la proporción en las utilidades de un negocio determinado o de una empresa o sólo de la de una o más secciones o sucursales de la misma”. Sin embargo, el dictamen en estudio señala expresamente que no se puede asimilar las opciones sobre acciones a las participaciones, toda vez que no existe “vinculación con utilidades de un negocio determinado, con que la empresa pretenda beneficiar al trabajador”.

Concluyentemente, podemos extraer algunas consecuencias prácticas del criterio fijado por el dictamen en estudio:

- ✓ La parte no constitutiva de remuneración del valor bursátil de la acción no queda sometida a la aplicación de las normas laborales y previsionales. A contrario sensu, sí se aplican dichas normas a la parte del mayor precio que obtiene el trabajador.
- ✓ Tributariamente, sólo quedara afecta al Impuesto Único de Segunda Categoría (artículos 42 y siguientes del DL824), el mayor precio que obtuviere el empleado. La retención, declaración y pago del tributo corresponde al empleador, una vez que se produzca dicho mayor precio, esto es después de ejercida la opción.

De acuerdo a lo anterior, la aplicación de la legislación laboral puede significar que, existiendo remuneración variable, la proporción de mayor renta resultante del ejercicio de opciones accionarias, podría incluirse dentro de la base de cálculo de determinados beneficios que perciben los trabajadores, tales como feriado e indemnizaciones por terminación de la relación laboral. Según el artículo 71, inciso tercero del Código del Trabajo, son remuneraciones variables, “los tratos, comisiones, primas y otras que con arreglo al contrato de trabajo impliquen la posibilidad de que el resultado mensual total no sea constante entre uno y otro mes”. Por lo tanto, en caso que las stock options tengan como fuente al contrato de trabajo, dentro del promedio percibido por el trabajador en los últimos tres meses calendarios, se incluiría el mayor precio obtenido en dicho periodo, calculándose de esta forma la remuneración íntegra a percibir durante el feriado (artículo 71 del Código del Trabajo) y la indemnización por cada año de servicio, así como la sustitutiva del aviso previo (artículo 163 e inciso segundo del artículo 172 del mismo código).

“Stock Options en Chile”

Incluso, en el caso hipotético de un ejercicio mensual periódico de stock options por parte del trabajador, el mayor precio constitutivo de remuneración, puede llegar a constituir además sueldo. Como consecuencia, se tomaría en cuenta para retribuir las horas extraordinarias laboradas por el dependiente (artículos 32 y 42 letra a y b del Código del Trabajo).

11.- Tratamiento tributario de las Stock Options en Chile.

En nuestro país, las stock options fueron introducidas a través de las modificaciones establecidas por la Ley de OPA (Ley n° 19.705). Sin embargo, dicha reforma no trajo aparejada un tratamiento tributario preferencial para los trabajadores beneficiados con este tipo de compensación. Ellos, simplemente deberán someterse al régimen tributario común.

En líneas anteriores, se ha precisado que el sólo otorgamiento de opciones sobre acciones no tiene impacto tributario para el trabajador, puesto que no estamos frente a una remuneración. Sí, una vez ejercida la opción, el Impuesto Único de Segunda Categoría, cuya tasa marginal es de un 45%, grava el mayor ingreso del trabajador, puesto que constituye remuneración.

Sin embargo, este no es el único gravamen tributario, dándose una especie de “doble tributación”. Al enajenar, el trabajador, las acciones adquiridas deberán tributar a través del Impuesto Global Complementario, quedando afecto el mayor, valor que existe entre su costo de adquisición, debidamente reajustado, y el precio de venta, y siempre que tenga habitualidad en la venta de acciones (artículo 17 N°8 y artículo 18 DL824). La doble tributación gravaría una misma utilidad, pero una vez por concepto de remuneración y otra vez por ganancia de capital.

Es así, como no pocos doctrinarios llegan a concluir que este sistema de incentivo laboral “carece del beneficio tributario necesario para que sea atractivo”¹⁸.

Desde el punto de vista de la empresa emisora de las opciones accionarias, hay que distinguir según la forma de implementación del plan de compensación. Si el plan se origina mediante un aumento de capital, habrá un incremento patrimonial para la empresa, pero no un gasto deducible.

¹⁸ Blanche Reyes, Christian: “Stock Options”, Diario Estrategia, 14 de diciembre de 2000.

“Stock Options en Chile”

En cambio, para el caso de haberse repartido opciones mediante la recompra de acciones de emisión propia, la Ley N° 19.705 modificó el DL824 (Ley del Impuesto a la Renta), de modo que el actual artículo 18 establece que “se presumirá de derecho que existe habitualidad en el caso de enajenación de acciones adquiridas por el enajenante de conformidad a lo previsto en el artículo 27 de la Ley N° 18.046”. Expresado en forma simple, se compra para vender, por lo tanto hay habitualidad.

¿Qué significa dicha presunción de habitualidad?

Constituirá renta tributable, el mayor valor obtenido en la enajenación de las acciones recompradas, esto es la diferencia positiva que resulte entre el precio de adquisición de las acciones de emisión propia por parte de la empresa y el precio que ésta fije para que los trabajadores puedan, a su vez, comprar dichas acciones. Por lo tanto, la empresa deberá pagar el correspondiente impuesto de primera categoría o impuesto adicional, en caso de vender a los trabajadores las acciones (una vez que éstos ejerzan la opción) a un precio mayor que el que ella misma ha pagado por sus acciones. De esta forma, se grava la ganancia de capital que se origina en la confección misma del plan de compensación accionario.

Pero la Ley N° 19.705 también, ha modificado el impuesto único al 35% que establece el artículo 21 de la Ley de la Renta. Ese impuesto, que gravaba hasta hace poco sólo los gastos no deducibles tributariamente, en que hayan incurrido las sociedades anónimas y en comandita por acciones, se hace extensivo ahora a la sociedad anónima que hubiere adquirido acciones de su propia emisión (conforme a lo previsto en el artículo 27 de la Ley N° 18.046) y que no las enajenaren dentro del plazo máximo de 24 meses a contar de su adquisición. Se ha señalado en su oportunidad que, si no se respetaba ese término, el capital queda disminuido de pleno derecho. En esa situación, el impuesto del 35% se aplicara sobre la cantidad que la sociedad hubiese destinado a la adquisición de tales acciones, debidamente reajustada de acuerdo a la variación del Índice de Precios al Consumidor, ocurrida entre el último día del mes que antecede a aquel en que se efectuó la adquisición y el último día del mes de Noviembre del ejercicio en que debió enajenar dichas acciones. Este gravamen tributario puede considerarse como una multa por gasto rechazado.

“Stock Options en Chile”

Reforma Tributaria

Se introduce una nueva disposición en el número 8 del artículo 17 de la Ley sobre Impuesto a la Renta que establece que constituirá mayor remuneración para los directores, consejeros y trabajadores, el beneficio de una opción para adquirir acciones, bonos, u otros títulos emitidos en Chile o en el exterior que provengan de la entrega que efectúa la empresa o sociedad, sus relacionadas, controladores u otras empresas que formen parte del mismo grupo empresarial, así como del ejercicio o cesión de la misma. Sin perjuicio de lo anterior, la norma no establece principios para valorar la opción.

La norma anterior es independiente de la tributación que pueda afectar al mayor valor obtenido en la cesión o enajenación de dichos títulos o instrumentos adquiridos una vez ejercida la opción.

Vigencia a partir del 1 de enero de 2017.

CAPITULO III: PROBLEMA DE AGENCIA

1.- Concepto

La relación de *propiedad y agencia* es el contrato explícito o implícito que se establece entre dos partes, por el cual se comprometen a cooperar en la realización de una actividad (“the agency problem”; Jensen & Meckling, 1976). En los modelos de agencia tradicionales los directivos presentan preferencias de aversión al riesgo estables, mientras que los accionistas presentan preferencias neutrales ante el riesgo (Beatty y Zajac, 1994; Coffee, 1988; Williamson, 1963). Esta diferencia en las preferencias de riesgo se debe que, desde el momento en que los accionistas pueden diversificar su cartera de acciones, su principal objetivo es maximizar el rendimiento general obtenido por dicha cartera de valores, independientemente de las potenciales pérdidas obtenidas en una empresa en particular.

Por el contrario, los directivos presentan gran parte de su patrimonio y capital humano ligados a una única empresa (a la empresa en que trabajan), y se enfrentan a mayores restricciones para diversificar el riesgo de su patrimonio (i.e.: pueden ser despedidos por voluntad del consejo directivo, no pueden vender al descubierto acciones de la compañía, tienen restricciones a la hora de vender sus opciones sobre acciones en el mercado abierto, etc.). En consecuencia, los objetivos del directivo consisten en maximizar su renta personal, pero al mismo tiempo reducir la probabilidad de ser despedido de la empresa (Milgrom y Roberts, 1992), ya que el despido dañaría directamente su compensación presente y futura, así como el valor de su capital humano.

Así pues vemos como la lógica se impone y el riesgo asumido por el directivo es menor al que desearían los accionistas, por lo que aparecen los correspondientes costes de oportunidad para los accionistas (Coffee, 1998; Hill y Hansen, 1989, Hill, Hitt y Hoskisson, 1988). La consecuencia directa es que proyectos con valor actual neto esperado positivo (y por lo tanto, deseados por los accionistas), pero arriesgados, pueden no ser emprendidos por los directivos, ya que su realización podría incrementar la probabilidad de ser despedidos (Milgrom y

“Stock Options en Chile”

Roberts, 1992). Así pues, vemos como los directivos pueden realizar decisiones de inversión no óptimas desde el punto de vista de sus accionistas. Como no podía ser de otra forma, este <<problema de agencia>> será mayor en aquellos sectores que requieren que el directivo asuma mayores niveles de riesgo (p.ej: empresas intensivas en investigación & desarrollo; Baysinger y Hoskisson, 1990).

2.- Casos de Conflictos de Agencia

Caso Enron.

El ascenso, declive y quiebra de Enron marcará un hito en la historia sórdida de la mundialización capitalista. El 2 de diciembre de 2001, en momentos en que se producía la quiebra de Enron, se creía que se trataba de la quiebra más importante de la historia. Sin embargo, ésta fue rápidamente suplantada por la quiebra de WorldCom. En siete ocasiones la revista Fortune había consagrado a Enron como la empresa más innovadora. Poco antes de que se declarara la quiebra, los dirigentes de Enron se sirvieron de 700 millones de dólares de caja. La quiebra acarreó 26.000.000.000 dólares para los accionistas y 31.000.000.000 dólares para los bancos. La mayor parte de los asalariados de la sede central se convirtió en desocupados, cobrando por indemnización la suma de 16.500 dólares, mientras que una parte de ellos (1.200) perdieron el 90% del valor de sus ahorros-pensión. En total, Enron y sus 2.800 filiales empleaban cerca de 25.000 asalariados en el mundo. Enron era una empresa que especulaba sobre materias primas (petróleo, gas, aluminio, carbón, madera), energía (electricidad), agua y sobre mercados de los productos derivados (entre las innovaciones de Enron encontramos productos derivados para protegerse de los cambios climáticos). Enron operaba en 40 países, poseía centrales eléctricas en India y bosques en Escandinavia, tenía actividades en las antiguas repúblicas de la Unión Soviética y, en momentos de su quiebra, intentó comprar el sector de energía de la República Checa. Realizaba el 25% de su cifra de negocios fuera de los Estados Unidos. En su apogeo, controlaba el 20% del mercado de la electricidad en Estados Unidos y Europa (Wall Street Journal, 1/12/2001).

“Stock Options en Chile”

Para organizar sistemáticamente la evasión fiscal en relación al Tesoro de los Estados Unidos y en otros estados donde ésta era activa, Enron utilizaba varios subterfugios. Había creado 874 filiales establecidas en paraísos fiscales de las cuales 195 se encontraban en las Islas Caimanes. Como declaraba sus beneficios, esto le permitió no pagar los impuestos sobre ingresos al Tesoro Norteamericano durante los últimos cinco años de su existencia. En los paraísos fiscales en los que se había implantado, los impuestos eran exiguos, o mejor dicho nulos.

Otro subterfugio: hacer una declaración fiscal diferente a la que consta en el balance de la empresa presentado a los accionistas. Para la mirada del fisco, las stock-options eran compatibilizadas como un costo, mientras que para los accionistas, a quienes era necesario hacerlos participar de beneficios crecientes, no eran consideradas como tales. Enron quería ocultar sus pérdidas y sus deudas a los mercados financieros para que sus acciones siguieran siendo consideradas atractivas. Pero para ello era necesario disimular el estado real de la empresa. Para evitar miradas indiscretas, el balance financiero de Enron no tomaba en cuenta el balance del conjunto del grupo Enron. Todas las manipulaciones y disimulaciones eran posibles. Además, con el objeto de comprar la colaboración de todos aquellos que seguían de cerca la salud financiera de la empresa, tales como los estudios de auditorías (Andersen), los bancos de negocios (Merryl Lynch, Morgan Stanley...), los bancos (Citigroup, JP Morgan), todos eran asociados a los resultados de la empresa de manera que fueran a la vez jueces y partes.

Enron y la desreglamentación del mercado de la electricidad en Estados Unidos

Las cifras de negocios y los resultados de explotación de Enron pegaron un salto hacia adelante a partir de fines de 1992, cuando la empresa logró ser exceptuada del control del Estado sobre sus actividades especulativas sobre los mercados derivados. Enron mantenía contactos muy estrechos con representantes demócratas y republicanos. En doce años (1991-2002) vertió a la caja de dichos representantes más de 5 millones y medio de dólares. (75% para los republicanos y 25% para los demócratas). Esto hizo de Enron una de

“Stock Options en Chile”

las empresas más "generosas" respecto a los partidos capitalistas que se alternan en el poder. El hombre político republicano que recibió la mayor cantidad de dinero por parte de Enron es el senador Phil Gramm, quien a cambio hizo uso de su influencia para favorecer la realización de los objetivos de la empresa en materia de desreglamentación del mercado de la electricidad. En 1992, Wendy Gramm, su esposa, quien había ocupado cargos durante las administraciones de Ronald Reagan y de George Bush padre, obtuvo de la empresa que ella presidía en aquel momento, la Commodity Futures Trading Commission (CFTC, la comisión para las operaciones a término sobre materias primas), que la Enron fuera exceptuada de la obligación de rendir cuentas sobre sus operaciones en los mercados derivados. Esta misma señora logró hacer pasar dicha decisión de manera expeditiva en los últimos días de la administración de Bush padre. Seis días después ella renunciaba, y cinco semanas más tarde era incorporada a Enron como miembro del comité de dirección. En el seno del comité ella estaba a cargo del comité de auditorías, lo que le dio la oportunidad de tener acceso de manera privilegiada a una cantidad importante de información financiera y, por consiguiente, de estar al tanto de las numerosas manipulaciones contables y de los crímenes financieros realizados de manera sistemática por la empresa. Lo cierto es que nada de esto fue dicho a la justicia. Entre 1993 y 2001, fue más que holgadamente recompensada en términos de ingresos: más de 915 mil dólares.

La desreglamentación del mercado de la energía se llevó a cabo en 1996, durante la presidencia de Bill Clinton. Numerosas empresas públicas de producción y distribución eléctrica fueron entonces privatizadas, lo que favoreció ampliamente a sociedades como Enron. Durante 1999 y 2000 Enron gastó 3 millones y medio de dólares para hacer lobby político con el objeto de obtener una mayor desreglamentación del mercado de la energía en Estados Unidos. Los "aportes" de Enron para la campaña presidencial de George Bush (hijo) fueron importantes. En diciembre de 2000, el senador Phil Gramm obtuvo el cambio de la legislación que Enron deseaba. La empresa se benefició creando una filial llamada Enron Online, la cual pasó rápidamente a controlar el mercado de la electricidad y del gas natural en el estado de California. Una vez producido el cambio de la legislación, el aprovisionamiento de la electricidad en dicho estado también se degradó rápidamente: se produjo la

“Stock Options en Chile”

multiplicación de cortes de luz con una envergadura tal que se tuvo que decretar el estado de urgencia energética 38 veces durante el primer semestre de 2001.

Durante este mismo período, la cifra de negocios de Enron se multiplicó por dos.

¿En qué medida el comportamiento de Enron contribuyó a crear esta situación de crisis, y cómo se benefició la empresa a partir de esta situación?

Hagamos en principio una primera precisión importante: Enron no producía energía en California (o al menos lo hacía en menor medida). Su actividad consistía en comprar la electricidad a los productores y a revenderla al estado de California, a las empresas y a los hogares. En el 2002, diferentes investigaciones, en particular basadas en documentos internos de la empresa y en declaraciones de Timothy Belden, antiguo responsable de corretaje de la electricidad en la costa Oeste de los Estados Unidos, pudieron demostrar que la empresa provocó deliberadamente el deterioro de los servicios de electricidad a partir del momento en que el abastecimiento dejó de estar en manos del Estado y que la empresa pasó a revender la energía a aquél a precios muy elevados. Al interior de la empresa, este tipo de operaciones eran denominadas "Operación Ricochet". La empresa recurría de esta manera a otro tipo de operación, variante de la primera. Se trataba de hacer creer que era una cuestión de penuria de electricidad y de simular una compra de electricidad a otro estado para luego venderla a consumidores californianos. En realidad, esta electricidad vendida a "precio de oro" no provenía del exterior sino de California misma. En la terminología interna de la empresa esta operación era denominada "Estrella de la muerte" (death star). Todo esto era posible gracias a que no había ningún control sobre lo que hacía Enron y sus filiales (principalmente Enron Online).

En 1999-2000, Enron entregó 1,14 millones de dólares a George Bush (hijo) para su campaña electoral. En contrapartida, el presidente Bush obstaculizó la acción de los congresistas que querían restaurar el control público de los precios del mercado de la electricidad de la costa Oeste. Finalmente, fue necesario esperar hasta el 19 de junio de 2001 para que, a pesar de la voluntad de Bush y de otros apoyos políticos de Enron, el Congreso, donde los demócratas tenían una pequeña minoría, pudiera imponer la votación sobre el retorno al control de

“Stock Options en Chile”

precios. El tiempo perdido a causa de las maniobras dilatorias del presidente George Bush costó miles de millones de dólares suplementarios a los poderes públicos y a los consumidores californianos.

El 21 de diciembre de 1991, la acción Enron valía 21,5 dólares; el 7 de agosto de 2000 había saltado a 90 dólares, y el 3 de diciembre de 2001 (al día siguiente de la quiebra) cayó a 1,01 dólares. Entre el 2000 y el 2001, las ventas de Enron se multiplicaron por cuatro, pasando de 12 a 48 mil millones de dólares. En agosto de 2001, Enron declara 401 millones de dólares de beneficios; tres meses más tarde, el 26 de octubre, la empresa reconoce 618 millones de dólares de pérdida.

A partir de junio de 2001 se precipita el declive de la empresa debido al retorno hacia una mayor reglamentación. Sin embargo, la crisis venía de más lejos: desde el año 2000, la capitalización bursátil de la empresa, así como en el caso de la mayor parte de las otras empresas norteamericanas, tenía la tendencia a hundirse; los beneficios reales también bajaban.

A fin de que las acciones conservaran su atractivo, la dirección de la empresa infló de manera completamente artificial las cuentas, registrando como ingresos los préstamos bancarios (otorgados por el principal grupo bancario mundial Citigroup y por J. P. Morgan) y otras operaciones. Para disimular las pérdidas, la dirección de la empresa las sacó directamente del balance. Con el objetivo de mantener una cotización bursátil lo más elevada posible, la dirección de la empresa llevó a Enron a comprar masivamente sus propias acciones. Siguiendo esta línea, la dirección hizo todo lo posible para que los fondos de pensión de los asalariados de Enron aumentaran la parte de acciones de la cartera de Enron, a una competencia del 62%. Mientras que en julio de 2001 el patrón de Enron, Kenneth Lay, invitaba a sus empleados a comprar las acciones de la compañía, él las vendía de manera oculta, embolsando una plusvalía importante en relación al precio al que las había adquirido en el cuadro de sus stock-options (entre noviembre de 2000 y el 31 de julio de 2001, Kenneth Lay vendió 672.000 acciones de Enron). Esto aceleró la caída de las acciones de Enron. Al mismo tiempo, todos los empleados se habían visto impedidos de ejercer el derecho a vender

“Stock Options en Chile”

sus acciones, dado que el fondo de pensión Enron había sido declarado en reestructuración y todas las operaciones habían sido bloqueadas.

Consecuencias

Con su presencia en cerca de 40 países y una serie de empresas asociadas, el colapso de Enron, repercutió negativamente en los mercados energéticos en general y en varias compañías que le habían otorgado créditos o tenían contratos con Enron.

La presentación judicial llevó a un organismo oficial a iniciar una investigación sobre el estado de cuentas de la compañía, que admitió a comienzos de año que sus ganancias fueron menores a las declaradas entre 1997 y 2001.

Las dudas sobre las prácticas contables de la empresa que supuestamente tendieron a cubrir la grave situación económica de la compañía se incrementaron ante denuncias de una ex ejecutiva sobre la presunta destrucción sistemática de documentos.

El escándalo salpicó a Andersen, una de las firmas más importantes de auditoría contable.

En otro campo, los cuestionamientos sobre las operaciones de Enron en la región no se han hecho esperar. Al calor de un año electoral, en Bolivia se ha empezado a cuestionar seriamente la participación de Enron en el gasoducto Bolivia-Brasil.

De hecho, se ha denunciado -entre otras cosas- que la empresa obtuvo una importante participación accionaria en este proyecto sin haber hecho grandes contribuciones o esfuerzos, sólo se presentó como el socio estratégico del Estado boliviano.

En Argentina, el senador Rodolfo Terragno denunció en la prensa que sufrió presión de Enron para un proyecto en ese país, cuando era ministro de Obras Públicas durante el gobierno de Raúl Alfonsín, en 1988. Terragno afirma en un artículo de prensa que incluso recibió una llamada del hijo del entonces vicepresidente George Bush y que luego fue presidente de Estados Unidos, George W. Bush.

Este tipo de denuncias, aún no han sido comprobadas pero, en el caso de Bolivia, han llevado a una investigación por parte del Congreso y posiblemente de la Contraloría.

WorldCom: un escándalo monumental.

El escándalo de WorldCom siguió al de Enron. Siendo el segundo operador estadounidense en telecomunicaciones y el primer operador mundial de servicios de Internet, la cifra de negocios de la empresa se elevó durante el 2000 a 35 mil millones de dólares. WorldCom tenía 41 mil millones de dólares de deuda. Empleaba 85.000 asalariados y contaba con 20 millones de abonados en 65 países. Como Enron, era una estrella, símbolo de los eufóricos Estados Unidos de fines de los noventa. El fundador de esta empresa, Bernard Ebbers, había sido, como su colega de Enron, Kenneth Lay, la figurita de los medios y de los diarios financieros. En una decena de años, WorldCom pasó de ser una pequeña start-up a un verdadero imperio que amenazaba al histórico gigante de las telecomunicaciones ATT.

Entre 1998 y 1999, las acciones de WorldCom en la bolsa se multiplicaron por seis. Como en el caso de Enron, así también de dura y fulgurante fue su caída. Entre el 1º de enero de 2002 y la declaración de quiebra del 21 de julio, las acciones de la WorldCom perdieron 99,38% de su valor. Como Enron, WorldCom trucó sistemáticamente sus cuentas. Luego del inicio de la investigación realizada por la SEC en marzo de 2002, la dirección confesó haber trucado sus cuentas en unos 9 mil millones de dólares, lo que acarrió en abril la eyección de su presidente general, Bernard Ebbers.

“Stock Options en Chile”

Bancos de negocios

Los principales bancos de negocios estadounidenses tales como el Merrill Lynch, el Morgan Stanley, el Credit Suisse First Boston (Credit Suisse Group), el Salomon Smith Barney (Citigroup), y el Goldman Sachs, jugaron un rol muy activo en las prácticas fraudulentas que dieron lugar a escándalos. Estos bancos de negocios mezclan varias funciones: analizan la salud de las empresas para orientar a los compradores de acciones en la Bolsa (recomiendan entonces la compra y la venta de acciones de esas empresas), y gestionan carteras de acciones muy importantes para ellos o para terceros como los fondos de pensión que les confieren sumas muy importantes de inversión en la Bolsa. Se encargan del ingreso de las empresas en la Bolsa y también de la emisión de empréstitos a cuenta de las empresas, de los estados o de las colectividades locales que quieren recolectar capitales en los mercados financieros. Algunos, como el Credit Suisse First Boston y el Salomon Smith Barney, constituyen la rama de bancos de negocios de un grupo bancario más amplio. Esto fue posible gracias a la abrogación de la Ley Glass Steagall en 1999 bajo la administración de William Clinton. El Glass Steagall Act fue adoptado en 1933 en plena depresión a fin de evitar la repetición de las quiebras catastróficas de las instituciones financieras que mezclaban la colecta del ahorro, la inversión en la Bolsa y la participación de capital en las empresas. El legislador americano había querido así separar los bancos de negocios (sociedades holdings) de los bancos. En plena euforia neoliberal, en el contexto de la financiarización de la economía, los grandes grupos financieros como el Citibank ejercieron una gran influencia sobre la administración Clinton, la cual fue coronada de logros que permitieron obtener que se levantaran los obstáculos a su expansión. Fue así como el Citigroup, principal grupo financiero mundial, pudo nacer gracias a la abrogación del Glass Steagall Act. El Citigroup nació de la fusión entre Citibank y Salomon Smith Barney.

“Stock Options en Chile”

Merryl Lynch, Morgan Stanley, Salomon Smith Barney (Citigroup) y Goldman Sachs están implicados hasta el cuello en los escándalos Enron, WorldCom y otros. La crisis bursátil, el descenso de la actividad económica y los efectos de sus prácticas fraudulentas los colocaron en una situación difícil. Entre enero de 2001 y fines de 2002, la acción Merryl Linch perdió más de la mitad de sus valores bursátiles. Durante el 2002 todos estos bancos de negocios fueron objeto de demandas judiciales por parte de la SEC y del Departamento de Justicia. También fueron objeto de demandas judiciales presentadas por parte de inversores, accionistas y asalariados. Con el objeto de poner fin a dichas demandas, en el 2002, el Credit Suisse First Boston y el Merryl Linch dieron cada uno 100 millones de dólares para endulzar al Tesoro. El Citigroup entregó 240 millones de dólares. Estos bancos de negocios fueron acusados de colisión con los dirigentes de Enron, WorldCom y otras empresas en quiebra. Las autoridades poseen sobradas pruebas sobre la responsabilidad que tienen los analistas de estos bancos de negocios que deliberadamente recomendaban la compra de acciones de las empresas que ellos sabían que estaban en dificultades. Dichos analistas hacían esto porque los bancos de negocios que los empleaban eran también accionistas de las empresas en cuestión. Una caída de la cotización bursátil de dichas empresas habría perjudicado a los intereses de los bancos de negocios.

En el caso de Merryl Linch, las autoridades recurrieron directamente a los documentos internos editados por su analista más conocido, Henri Blodget, el especialista de la nueva economía. En otro documento interno, el mismo Blodget explicaba cómo él y su equipo habían participado de 52 transacciones comerciales entre diciembre de 1999 y noviembre de 2000, en desmedro de toda deontología. El banco de negocios, para recompensar a Blodget, multiplicó su remuneración por cuatro, de 3 a 13 millones de dólares. Después de que se produjeron estas revelaciones, clientes furiosos presentaron decenas de demandas colectivas contra Merryl Linch: esto podría llegar a costarle dos mil millones de dólares. Salomon Smith Barney (Citigroup), en agosto de 2002, se sacó de encima a su analista consagrado, Jack Grubman, quien había sido denunciado por la prensa por haber mantenido recomendaciones positivas sobre empresas como la WorldCom. Jack Grubman recibió, para empezar, 32 millones de dólares en concepto de prima. "Aunque lamento, como otros, el no

“Stock Options en Chile”

haber podido prever la caída del sector de las telecomunicaciones y comprendo la decepción y la cólera de los inversores a causa de dicha caída, estoy orgulloso de mi trabajo y del de aquellos analistas que trabajaron conmigo" (diario Le Soir, 17 y 18 de febrero de 2002). Otra práctica corruptora: los bancos de negocios ofrecían a clientes privilegiados tales como los dirigentes de las empresas WorldCom, Qwest, Metro Media y otras, paquetes de acciones de empresas que ellos habían hecho entrar en la Bolsa. Estos clientes revendían las acciones en cuestión algunos días después de su ingreso en la Bolsa, en plena euforia de los mercados, retirando de esta manera beneficios considerables. Por medio de esta práctica, los bancos de negocios intentaban convencer a grandes clientes para que recurrieran a sus servicios en contratos importantes. En septiembre de 2002, B. Ebbers y cuatro otros dirigentes de empresas fueron objeto de demandas judiciales por parte del fiscal general de Nueva York, Eliot Spitzer, quien exigió de ellos el reembolso de 28 millones de dólares que habían sido obtenidos gracias a los regalos corruptores de los bancos de negocios.

“Stock Options en Chile”

La Polar



Fundada en 1920 como una sastrería en lo que actualmente se conoce como Estación Central, en 1953 se convierte en una tienda de múltiples productos con el nombre de La Polar. Hacia fines de los años 80, La Polar comienza su expansión en locales para convertirse en una cadena de grandes tiendas, siguiendo la tendencia de otras empresas como Falabella, Paris y Ripley. Así, entre 1985 y 1986 abren sus primeros locales en el centro de Santiago (San Diego y Monjitas). En 1989 entran en el negocio crediticio al sacar su tarjeta de crédito para compras en la cadena.

La estrategia de la compañía es enfocarse en sectores de clase media y baja, diferenciándose de los tres grandes del retail chileno.

En un principio, otorgaron créditos a personas con escasos ingresos (C3 y D, mercado objetivo de la presente multitienda), lo que se vio acompañado, por una venta masiva de acciones por parte de algunos personeros relacionados a la empresa que buscaban obtener un mayor margen ante dicha acción.

Las huellas de Morita en La Polar: La fórmula que convirtió a los gerentes en socios del negocio (CIPER 21 de julio de 2011)¹⁹

Norberto Morita compró La Polar cuando estaba quebrada y acrecentó su fama de rey Midas al convertirla en un exitoso retail para pobres. La fórmula del “milagro” incluyó convertir a los gerentes en sus socios. Los ejecutivos participaron desde el inicio en la red societaria que armó Morita para controlar la empresa y crearon su propia sociedad para comprar acciones por más de \$13 mil millones. Hoy están bajo sospecha de haber maquillado las cuentas para ocultar los deudores impagos, lo que infló el valor de la firma que administraban y en la que también habían apostado su patrimonio.

El argentino Norberto Oscar Morita es mecenas de orquestas de música docta, filántropo de fundaciones educacionales, socio de exclusivos clubes ecuestres de Buenos Aires en cuyas instalaciones alternan figuras de la alta nobleza europea y propietario de campos en la exclusiva zona lacustre de San Martín de Los Andes, en cuyos riachuelos se abandona al paciente ejercicio de la pesca con mosca. A sus 63 años, el hombre disfruta. Y recursos tiene, porque otra de sus aficiones son los grandes negocios con alto riesgo: compra empresas fuertemente endeudadas, pero con un alto volumen de ventas, para refinanciarlas, racionalizarlas y venderlas.

En 1998 este cotizado emprendedor trasandino, de padres japoneses y marcados rasgos orientales, aterrizó con su fórmula en Chile. A través de su fondo de inversiones Southern Cross Group (SCG), el más grande de Latinoamérica, invirtió US\$ 25 millones para comprar La Polar, entonces quebrada. Su inversión neta en el rescate de la compañía se estimó en unos US\$ 50 millones. En 2006, a ocho años de iniciada la aventura, vendió la mayor parte de su tajada en el negocio y con ella cedió el control de la empresa. Tras tirar la raya para la suma final, se calcula que obtuvo unos US\$ 200 millones. Cerraba otro éxito a lo rey Midas. No

“Stock Options en Chile”

obstante, figuró en el directorio de La Polar hasta junio de 2009 junto a su socio chileno Raúl Sotomayor.

Comprar barato, sacar al enfermo en la UTI y vender caro, es la marca registrada de un Morita que entró a las grandes ligas de los negocios cuando, aún como ejecutivo, convirtió a la argentina Quilmes en un gigante. Tras 12 años como director ejecutivo de Quilmes Industrial S.A. (Quinsa), en 1997 Morita inicio el camino propio.

Sólo un año después de su salida de Quilmes dio curso a su ambicioso plan en La Polar. Esta vez la agresiva fórmula de Morita incluyó poner a los principales gerentes de la firma en la sociedad propietaria de la multitienda. Y cuando el empresario decidió abrir la compañía a la bolsa, en 2003, mantuvo a estos ejecutivos en la sociedad que controlaría el negocio.

Se ha especulado que la motivación de los gerentes de La Polar para alterar las cuentas de la compañía habría sido mejorar el valor de las acciones que recibían como premio por el cumplimiento de metas, bajo la fórmula denominada Stock Options. Cuando la empresa se abrió a la bolsa, en septiembre de 2003, Morita decidió que esos paquetes accionarios stock options formaran parte de la sociedad controladora de la compañía. Así las sociedades bajo las cuales los gerentes tenían estos títulos de La Polar se integraron a la red societaria que creó Morita entre 2003 y 2004 para dominar el negocio.

Inicialmente, en octubre de 2003, los gerentes sumaban el 2,2% de la sociedad controladora de La Polar en alianza con el fondo de inversiones de Morita. Esta controladora fue posteriormente dividida en tres sociedades y en 2006, año en que el empresario argentino vendió su parte, los ejecutivos habían incrementado su participación al menos en dos de estas sociedades. En una de ellas sumaban el 5,1% y en la otra el 7,2%.

Empleados y socios

Es un hecho que bajo la batuta de Morita los siete principales gerentes de La Polar se convirtieron en sus socios en el negocio. Y según testimonios que ya están en poder del Ministerio Público, en ese mismo periodo se iniciaron las ilegales repactaciones de deuda sin consentimiento de los clientes. Así se desprende de los testimonios de una operadora del Call

“Stock Options en Chile”

Center de La Polar y del jefe supervisor del mismo departamento, publicados por La Tercera el 19 de junio y el 2 de julio, respectivamente. Ambos confirmaron que trabajaban en las campañas de “normalización”, como se denominaba a las repactaciones unilaterales que escondieron la enorme cartera de deudores impagos e inflaron artificialmente el valor de la firma.

Además, el ex gerente general de La Polar, Nicolás Ramírez, envió una carta a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), publicada por El Mercurio este jueves 21, donde señala que las repactaciones unilaterales e ilegales se iniciaron en 2003, año en que la compañía estaba bajo el dominio del fondo de inversiones de Morita. En su carta, Ramírez pide que la SVS no limite la investigación al ejercicio de la empresa en 2010, pues eso podría “llevar a terceros a incurrir en el error obvio de atribuir a ese ejercicio la problemática en cuestión, en circunstancias que los antecedentes reunidos por el señor superintendente en su investigación demuestran que aquella se originó al menos desde el año 2003 y hasta el año 2008”.

En la misma carta, Ramírez apuntó a que es especialmente relevante investigar desde 2003, puesto que en 2006 el fondo de inversiones de Morita vendió su participación en La Polar, pudiendo haberse beneficiado con un valor artificialmente superior de las acciones: “Existen declaraciones -de funcionarios dependientes de la gerencia de productos financieros- que los sitúan (los hechos investigados) ‘al menos desde el año 2003’, lo que cobra particular relevancia si se tiene en cuenta que durante el año 2006 fueron enajenados -por el Fondo de Inversión Southern Cross- sus participaciones accionarias mayoritarias, con conocidos mayores valores”.

Por su parte, los dos ex empleados citados por La Tercera corroboraron que las “normalizaciones” se ejecutaron desde la época en que la empresa era dominada por Morita.

En 2003 ó 2004 se empezaron a hacer renegociaciones con contacto telefónico. Se dejaba la cuenta al día, con el acuerdo previo del cliente. En 2004 ó 2005 empezamos a encontrarnos con muchos clientes inubicables o que no podían o no querían pagar. Entonces, también por

“Stock Options en Chile”

órdenes del gerente del área, a través del subgerente, nos llegaba la orden de renegociar a estos clientes sin contacto -señaló a La Tercera Simón Venegas, el ex supervisor del Call Center, quien ya declaró ante el Ministerio Público.

La orden de ejecutar “normalizaciones”, dijo Venegas, la daba el entonces gerente de Productos Financieros, Julián Moreno de Pablo: “Acercándose los últimos días del mes, por instrucciones de Julián Moreno, se comenzaba a regularizar a estos clientes con renegociaciones sin contacto”.

Moreno fue uno de los siete gerentes-socios de Morita en la propiedad de La Polar. Los otros fueron Pablo Alcalde Saavedra, gerente general durante el periodo en que la firma estuvo bajo el control del argentino y luego su sucesor en la presidencia del directorio; María Isabel Farah Silva, gerente de Administración; Pablo Fuenzalida May, gerente de Informática y Logística; Daniel Meszaros Uscher, gerente corporativo de Negocios; Santiago Grage Díaz, gerente corporativo de Finanzas, y Nicolás Ramírez Cardoen, sucesor de Alcalde en la gerencia general.

Alcalde, Moreno, Ramírez y Farah, son por ahora los blancos de una querrela interpuesta por la nueva administración de La Polar que busca establecer la eventual responsabilidad que les cabe a los ejecutivos en el fraude. A su vez, la SVS formuló cargos contra ocho ex ejecutivos y diez ex directores. A los siete gerentes-socios los investiga por supuesta transacción de acciones con información privilegiada. A Alcalde, Moreno, Ramírez y Farah, agregó el cargo de proporcionar antecedentes falsos a la SVS. Y en el caso de Alcalde y Ramírez, se sumó la acusación de proporcionar cuentas irregulares a los accionistas.

Entre los ex miembros del directorio a los que la SVS formuló cargos se cuentan Sotomayor y Morita. Al primero por incumplimiento de sus obligaciones de “cuidado y diligencia” como miembro del directorio y del comité de directores de la empresa. A Morita se le acusa de lo mismo, pero sólo por su rol de integrante del directorio.

Si Morita o Sotomayor estaban al tanto de las repactaciones ilegales, lo determinará la investigación judicial. Pero los testimonios de los operadores del Call Center apuntan a que a

“Stock Options en Chile”

lo menos se beneficiaron con ellas, pues vendieron su participación en La Polar en 2006, cuando el verdadero valor de la compañía ya estaba maquillado con la operación fraudulenta y el mercado alababa el buen desempeño de una empresa de retail que apostó por dar crédito a la clase media baja.

El 2006, el fondo de inversiones de Morita vendió su participación en la compañía. El fondo SCG cedió el 10,84% de la firma al grupo Bemberg, ex dueño de Quilmes y antiguo patrón del argentino. No obstante, Morita y Sotomayor mantuvieron un pequeño porcentaje de acciones, las que habían recibido como Stock Options por su rol como directores de la compañía hasta 2009.

La maraña de las sociedades

En 2003, cuando Morita abrió La Polar a la bolsa, y quizás por aquello de que “al ojo del amo engorda el caballo”, la operación incluyó invitar a los gerentes a participar en la sociedad que controlaría la compañía. Si la empresa tenía éxito, todos ganaban.

Efectivamente, la Sociedad Comercial Siglo XXI que posteriormente se convertiría en Empresas La Polar, fue el paraguas bajo el que se transaron las acciones. Se abrió su 47% a la venta y el 53% restante quedó en manos de Siglo XXI S.A. y Cía. en Comandita por Acciones, que controlaría el negocio y cuyo socio ampliamente mayoritario sería el fondo de inversiones de Morita.

En diciembre de 2004 la controladora fue dividida en tres sociedades. La primera se quedó con el nombre de la original, la segunda fue bautizada como Inversiones Siglo XXI Dos S.A. y la tercera fue Siglo XXI S.A. y Cía. Dos en Comandita por Acciones. Este es el detalle de las tres sociedades:

1.- Siglo XXI S.A. y Cía. en Comandita por Acciones: Es la mayor de las tres sociedades que conformaban la controladora de La Polar cuando se abrió el negocio a la bolsa. En 2006 pasó a denominarse Inversiones Siglo XXI-A Limitada. Originalmente tenía un capital de \$ 12.101.346.840, correspondientes al 60,81% de la sociedad controladora, y sus socios eran:

“Stock Options en Chile”

- Shop Acquisition Corporation, con el 93,82% de la sociedad, propiedad del fondo Southern Cross de Norberto Morita.
- Asesorías Galicia Limitada, con el 2,5%, propiedad del gerente general Pablo Alcalde.
- Asesoría Horus Limitada, con el 0,51%, de la gerente de Administración, María Isabel Farah.
- Asesoría Río Najerillas Limitada, con el 0,51%, del gerente de Productos Financieros, Julián Moreno de Pablo.
- Asesorías D y J Limitada, con el 0,51%, del gerente corporativo de Negocios, Daniel Meszaros.
- Asesorías Administrativas, Financieras y de Sistemas Los Siete Limitada, con el 0,40%, del gerente de Informática, Pablo Fuenzalida.
- Asesorías Universal Limitada, con el 0,36%, del gerente general que asumió en reemplazo de Alcalde, Nicolás Ramírez.
- Asesorías Ravello Limitada, con el 0,36%, del gerente corporativo de Finanzas, Santiago Grage.

Otros sociedades integrantes eran Globistic y Asesorías Integrales (ambas con 0,09%), además de Jerico y Portofino (las dos con 0,37%). En Portofino participaba Baltazar Sánchez, miembro del directorio de La Polar, presidente de Mega y mano derecha del desaparecido empresario Ricardo Claro. CIPER intentó contactar a Sánchez para consultarle con qué objeto habían organizado Morita y Sotomayor esta compleja red de sociedades y por qué incluyó a los gerentes, pero no respondió los mensajes.

2. Inversiones Siglo XXI Dos S.A: Es la segunda de las sociedades que integraban la controladora de La Polar. De acuerdo con los registros del Diario Oficial, sus socios eran los mismos de la sociedad anterior, pero su capital era mucho menor: \$1.270.695.522, equivalentes al 6,39% de la sociedad controladora.

3. Siglo XXI S.A. y Cía. Dos en Comandita por Acciones: Es la tercera de las sociedades en que se dividió la controladora. Se creó con un capital de \$6.527.681.872, correspondientes al

“Stock Options en Chile”

32,80% de la sociedad que tenía el manejo de la compañía. En febrero de 2007 cambio su nombre a Inversiones Siglo XXI-B Limitada y en ella la participación de los socios-gerentes fue un poco mayor a la que tenían en las otras dos sociedades:

- New World Store Corporation, con el 83,56% de la sociedad, propiedad del fondo de inversión de Morita.
- El Cauquén S.A, con el 1,23%, de Morita y Sotomayor.
- Asesorías Galicia Limitada, con el 3,43%, de Pablo Alcalde.
- Asesoría Horus Limitada, con el 0,68%, de la gerente María Isabel Farah.
- Asesoría Río Najerillas Limitada, con el 0,68%, del gerente Julián Moreno.
- Asesorías D y J Limitada, con el 0,68%, del gerente Daniel Meszaros.
- Asesorías Los Siete Limitada, con el 0,58%, del gerente Pablo Fuenzalida.
- Asesorías Universal Limitada, con el 0,55%, del gerente Nicolás Ramírez.
- Asesorías Ravello Limitada, con el 0,54%, del gerente Santiago Grage.

Respecto de esta tercera sociedad y a diferencia de las dos anteriores, el Diario Oficial registró que tendría un socio gestor que administraría su razón social. Este socio gestor fue Siglo XXI S.A., entidad dominada por Norberto Morita e integrada en un 51% por Shop Acquisition Corporation (propiedad del fondo de inversiones del argentino), en un 29% por el propio empresario y en un 20% por Austral Asesorías Financieras Limitada (en la que participa Raúl Sotomayor).

La “democratización” del crédito

Además de la participación que tenían en la sociedad con Morita que controlaba el 53% de La Polar cuando la compañía comenzó a transarse en la bolsa, los siete gerentes adquirieron parte del restante 47% de la empresa que se abrió al mercado. Para ello, crearon Inversiones Alpha S.A. a través de la cual compraron y vendieron acciones de la misma compañía que administraban. Alpha llegó a tener 6.445.096 acciones, equivalentes al 2,6% del total de la compañía. Entre 2006 y 2009 Alpha compró acciones por un total de \$13.439 millones y

“Stock Options en Chile”

vendió por una suma global de \$ 14.500 millones, con lo que reportó una ganancia de \$1.059 millones.

Inversiones Alpha S.A. se constituyó el 25 de mayo de 2006 con un modesto capital inicial de un millón de pesos. El 12 de octubre del mismo año aumentó su capital a \$9.285 millones y el 20 de julio de 2010 bajó a \$1.391 millones. Al mes siguiente, se convirtió en Inversiones Alpha Limitada, por lo que en el Diario Oficial quedó el registro de sus socios y del capital que cada uno aportaba. La nómina es la siguiente:

- Asesorías Galicia Limitada, con el 23,26%, de Pablo Alcalde.
- Asesoría Horus Limitada, con el 12,79%, de la gerente Farah.
- Asesoría Río Najerillas Limitada, con el 12,78%, del gerente Moreno.
- Asesorías D y J Limitada, con el 12,78%, del gerente Meszaros.
- Asesorías Los Siete Limitada, con el 12,78%, del gerente Fuenzalida.
- Asesorías Universal Limitada, con el 12,78%, del gerente Ramírez.
- Asesorías Ravello Limitada, con el 12,78%, del gerente Grage.

Aunque el aporte más significativo (casi el doble que el resto de los socios) lo hizo Alcalde, el mayor peso de Moreno y Farah en la administración de estos bienes es evidente. Ambos gerentes eran los que manejaban las millonarias compras y ventas de acciones por medio de Alpha, pues eran sus sociedades personales (Río Najerillas y Horus) las que administraban en conjunto a Inversiones Alpha Limitada y tenían en su poder el uso de su razón social.

Moreno y Farah, de acuerdo con las actas de las sesiones de directorio de La Polar, eran los que presentaban a los directores de la compañía las cifras que ocultaban las repactaciones ilegales. Un ejercicio fraudulento que permitió que las acciones de la empresa gozaran artificialmente de una envidiable cotización en la bolsa. Lo inquietante es que, en paralelo a sus actuaciones ante el directorio, ambos gerentes compraban y vendían esas mismas acciones en miles de millones de pesos, para beneficio propio y de los restantes miembros de la plana mayor ejecutiva de la compañía.

“Stock Options en Chile”

Pero si el proceso en tribunales termina con un revés para Alcalde, irremediablemente se verán salpicados Morita y Sotomayor. Ambos reclutaron a Alcalde en 1998 y lo convirtieron en una figura “emblemática” de Southern Cross Group, el fondo de inversiones de Morita. De hecho, cuando el empresario de origen japonés dejó la presidencia de La Polar en 2009 y lo sucedió Alcalde, muchos lo consideraron su “delfín” natural. Entonces Morita partió a buscar otros socios por el mundo llevando bajo el brazo la carpeta del supuesto milagro que Alcalde operó en Chile al “democratizar” el crédito, como les gusta llamar en el entorno del argentino al negocio de endeudar a los consumidores más pobres, incluso sin su consentimiento.

“Stock Options en Chile”

CAPITULO IV: STOCK OPTIONS EN CHILE

El IPSA (Índice de Precio Selectivo de Acciones) es el principal índice bursátil de Chile, elaborado por la Bolsa de Comercio de Santiago. Corresponde a un indicador de rentabilidad de las 40 acciones con mayor presencia bursátil, siendo dicha lista revisada anualmente.

Partiendo de la base 2016, se ha realizado la búsqueda de las empresas que contemplan planes de compensación con Stock Options, las que se denominan a continuación:

Nº	Nemotécnico	Empresa
1	AESGENER	AES Gener
2	BESALCO	Besalco
3	CENCOSUD	Cencosud
4	FALABELLA	S.A.C.I. Falabella
5	LAN	LAN Airlines
6	PARAUCO	Parque Arauco
7	SQM-B	Sociedad Química y Minera de Chile

Estos planes de opciones están regidos por la NIIF (Normas Internacionales de Información Financiera) o como su sigla en inglés IFRS (International Financial Reporting Standar). Específicamente la NIIF N°2 cuyo objetivo consiste en especificar la información financiera que ha de incluir una entidad cuando lleve a cabo una transacción con pagos basados en acciones. En concreto, requiere que la entidad refleje en el resultado del ejercicio y en su posición financiera, los efectos de las transacciones con pagos basados en acciones, incluyendo los gastos asociados a las transacciones en las que se conceden opciones sobre acciones a los empleados.

“Stock Options en Chile”

Cencosud



Razón Social : Cencosud S.A.

RUT : 93.834.000-5

Actividades y negocios

Cencosud S.A. es uno de los más grandes conglomerados de retail de América Latina (medido en ventas), listada en las bolsas de valores de Santiago, Valparaíso, Electrónica de Chile y Nueva York (NYSE). Cuenta con operaciones en Chile, Brasil, Perú, Argentina y Colombia, donde desarrolla una exitosa estrategia multi-formato que hoy da trabajo a más de 140.000 personas.

Cencosud desarrolla sus actividades y negocios en estos países a través de diversas entidades. En Chile Cencosud Retail S.A. opera el negocio de supermercados y tiendas por departamento; Easy S.A. desarrolla la división de tiendas de mejoramiento de hogar; Cencosud Administradora de Tarjetas S.A. opera el negocio de tarjetas de crédito y servicios financieros; Cencosud Shopping Centers S.A. desarrolla el negocio de los centros comerciales y Banco Paris S.A. los servicios bancarios.

La Compañía ha construido marcas líderes y prestigiosas, todas ellas asociadas a un amplio surtido de productos a precios convenientes e impecable servicio al cliente, ofreciendo además atractivos programas de financiamiento.

Su estrategia de retail multi-formato integrado, que combina una amplia oferta de productos, ha sido una importante ventaja estratégica y un factor determinante en su crecimiento.

“Stock Options en Chile”

Situación de control

Cencosud S.A. es controlada, directa e indirectamente, en un 58,72% por don Horst Paulmann Kemna, C.I. 3.294.888-K. Don Horst Paulmann Kemna es dueño directamente de aproximadamente un 2,49% de las acciones de Cencosud S.A., y además controla indirectamente un 56,23% de las acciones de Cencosud S.A. en su calidad de socio administrador de Inversiones Quinchamalí Limitada, sociedad que es dueña en forma directa de aproximadamente un 20,57% de Cencosud S.A., y que además controla, en su calidad de socia administradora, a Inversiones Latadía Limitada (dueña directa de aproximadamente un 19,47% de Cencosud S.A.) y a Inversiones Tano Limitada (dueña directa de aproximadamente un 16,19% de Cencosud S.A.).

Los integrantes de la familia directa de don Horst Paulmann Kemna, quienes participan en calidad de socios en Inversiones Quinchamalí Limitada, son además dueños directos de un 1,59% adicional de acciones Cencosud S.A., de manera que la participación total directa e indirecta de don Horst Paulmann Kemna y los integrantes de su familia en Cencosud S.A. asciende a un 60,31%.

Los planes de compensación implementados mediante el otorgamiento de opciones para la suscripción y pago de acciones, se reconocen en los estados financieros de acuerdo a lo establecido en la NIIF 2 “Pagos basados en acciones”, registrando el gasto asociado a los servicios otorgados por parte de los ejecutivos, en el momento en que estos son recibidos, con abono a la cuenta de otras reservas de patrimonio.

“Stock Options en Chile”

Pagos basados en acciones.

Con la finalidad de premiar el compromiso y de retener a los ejecutivos, el Directorio aprobó los términos y condiciones de los planes de compensación titulados “Plan 2013” y “Plan Incentivo” complementario al primero; “Plan 2014” y “Plan Adicional” asociado a aquél; y “Plan 2015”.

El propósito de estos planes es motivar el desempeño del ejecutivo, aumentando el valor a largo plazo de la Empresa, medido por el EBITDA.

Las acciones a entregar en virtud de los planes mencionados se han reservado para este propósito específico en aumentos de capital aprobados en las pertinentes Juntas de Accionistas de Cencosud S.A., celebradas el 25 de abril de 2008 y 20 de noviembre de 2012.

Con relación a los planes de incentivo aprobados con cargo al aumento de capital establecido en la Junta Extraordinaria de Accionistas celebrada el 29 de abril de 2008, se han asignado 21.979.859 de acciones de Cencosud S.A. a un total de 246 ejecutivos de la Compañía. Por otra parte, respecto de los planes de incentivo aprobados con cargo al aumento de capital aprobado en JEA de fecha 29 de abril de 2011 y 20 de noviembre de 2012, se han ofrecido un total de 30.7 millones de acciones a 364 ejecutivos de la Compañía.

“Plan 2013” y “Plan Incentivo” asociado a él, no se encuentran actualmente vigentes. En la actualidad, tanto el “Plan 2014” y su “Plan Adicional”, se encuentran en plena ejecución habiendo recibido los ejecutivos seleccionados las opciones que a cada uno de ellos le fueran asignadas. En el año 2014 estuvo vigente el plazo para el ejercicio del primer vencimiento de éste.

El “Plan 2015”, con fecha de Septiembre de 2015, Septiembre de 2014 y 2013, la sociedad ha entregado nuevos planes de compensación basado en opciones para ejecutivos de Cencosud S.A. y subsidiarias. Los detalles de los acuerdos se describen a continuación:

“Stock Options en Chile”

Plan 2014 de Incentivo a la permanencia – Stock Options Fecha de concesión (Septiembre 2013).-

N° de instrumentos de patrimonio concedidos	22.171.504 acciones
Precio de ejercicio	\$2.600
Valor de Mercado a la fecha de concesión	\$2.071
Periodos de adjudicación (años)	0,9; 1,9; 2,9 y 3,9 años

Condiciones de adquirir derecho a suscribir opción:

El derecho del ejecutivo a suscribir estas acciones quedara sujeto a las siguientes condiciones copulativas y suspensivas:

- a) Que el ejecutivo al momento de ejercer cada una de las opciones tenga un contrato de trabajo vigente con la Compañía o alguna de sus filiales en Chile o en el extranjero y dicha relación laboral no haya sido interrumpida desde la fecha de firma del presente contrato hasta la de plazo de suscripción de las acciones.
- b) Que desde la fecha del presente instrumento y hasta la fecha de plazo de suscripción de las acciones, el ejecutivo no haya incurrido en falta grave a las obligaciones de su contrato de trabajo. A juicio exclusivo de la compañía.

Datos de entrada de Modelo de Valorización de opciones; utilizado para opciones sobre acciones concedidas durante el periodo

Precio medio Ponderado de acciones utilizado	\$2.071
Precio de ejercicio	\$2.600
Volatilidad esperada	23,4%
Vida de la opción (años)	0,9; 1,9; 2,9 y 3,9 años
Interés libre de riesgo	5,0%
Dividendos esperados	1%
Salida esperada (fecha de adjudicación)	10%
Valor razonable determinado por instrumento otorgado en la fecha de concesión	\$157,64

“Stock Options en Chile”

Plan 2015 de Incentivo a la Permanencia – Stock Options (Septiembre 2014)

N° de instrumentos de patrimonio concedidos	10.057.500 acciones
Precio de ejercicio	\$ 1.646
Valor de Mercado a la fecha de concesión	\$1.785
Periodos de adjudicación (años)	1,2; 2,2; 3,1 y 3,4 años

Condiciones de adquirir derecho a suscribir opción:

El derecho del ejecutivo a suscribir estas acciones quedara sujeto a las siguientes condiciones copulativas y suspensivas:

- a) Que el ejecutivo al momento de ejercer cada una de las opciones tenga un contrato de trabajo vigente con la Compañía o alguna de sus filiales en Chile o en el extranjero y dicha relación laboral no haya sido interrumpida desde la fecha de firma del presente contrato hasta la de plazo de suscripción de las acciones.
- b) Que desde la fecha del presente instrumento y hasta la fecha de plazo de suscripción de las acciones, el ejecutivo no haya incurrido en falta grave a las obligaciones de su contrato de trabajo y/o Código de ética, a juicio exclusivo de la compañía.

Datos de entrada de Modelo de Valorización de opciones; utilizado para opciones sobre acciones concedidas durante el periodo

Precio medio Ponderado de acciones utilizado	\$1.785
Precio de ejercicio	\$1.646
Volatilidad esperada	27,0%
Vida de la opción (años)	1,2; 2,2; 3,1 y 3,4 años
Interés libre de riesgo	3,3%
Dividendos esperados	0,9%
Salida esperada (fecha de adjudicación)	10%
Valor razonable determinado por instrumento otorgado en la fecha de concesión	\$404,37

“Stock Options en Chile”

Plan 2016 de Incentivo a la Permanencia – Stock Options (Septiembre 2015)

Con fecha 28 de septiembre de 2015 se otorgó el Plan 2016 por un total de 35.526.934 opciones. Los ejecutivos que han aceptado este plan han renunciado a todas las opciones otorgadas por la compañía con anterioridad al 28 de septiembre de 2015 respecto de cualquier plan vigente y que no hayan sido ejercidas por el ejecutivo, incluyendo aquellas no ejercidas por haberse cumplido el plazo respectivo.

N° de instrumentos de patrimonio concedidos	35.526.934 acciones
Precio de ejercicio	\$1.000
Valor de Mercado a la fecha de concesión	\$1.336
Periodos de adjudicación (años)	0,5; 1,3 y 2,1 años

El derecho del ejecutivo a suscribir las acciones antes señaladas quedara sujeto a las siguientes condiciones copulativas y suspensivas:

- a) Que el ejecutivo al momento de ejercer cada una de las opciones tenga un contrato de trabajo vigente con la Compañía o alguna de sus filiales en Chile o en el extranjero y dicha relación laboral no haya sido interrumpida desde la fecha de firma del presente contrato hasta la de plazo de suscripción de las acciones.
- b) Que desde la fecha del presente instrumento y hasta la fecha de plazo de suscripción de las acciones, el ejecutivo no haya incurrido en falta grave a las obligaciones de su contrato de trabajo y/o Código de ética, a juicio exclusivo de la compañía.

En el caso que el ejecutivo no suscriba las acciones dentro de cada plazo de suscripción de las acciones de cada periodo, se entenderá para todos los efectos legales que ha renunciado a la opción respectiva y que en consecuencia se ha extinguido respecto de las acciones objeto de la opción en dicho plazo de suscripción, todo derecho, facultad, promesa u oferta en efectivo u otro instrumento representativo de dinero pagadero a la vista.

“Stock Options en Chile”

Datos de entrada de Modelo de Valorización de opciones:

Precio medio Ponderado de acciones utilizado	\$1.336
Precio de ejercicio	\$1.000
Volatilidad esperada	27,6%
Vida de la opción (años)	0,5; 1,3 y 2,1 años
Interés libre de riesgo	4%
Dividendos esperados	0,87%
Salida esperada (fecha de adjudicación)	10%
Valor razonable determinado por instrumento otorgado en la fecha de concesión	\$397,03

<u>Las opciones sobre acciones concedidas a ejecutivos clave</u>		N° de Acciones			
		31-12-2015	31-12-2014	31-12-2013	31-12-2012
1	Acciones existentes al inicio del ejercicio	25.191.698	22.010.664	18.443.792	22.717.830
2	Acciones otorgadas durante el ejercicio	35.526.934	10.152.500	26.374.148	303.250
3	Anuladas durante el ejercicio	(18.596.806)	(1.762.368)	(875.474)	(4.577.288)
4	Ejercidas durante el ejercicio	-	-	(21.931.802)	-
5	Vencidas al final del ejercicio	(6.444.842)	5.209.098	-	-
6	Existentes al final del ejercicio	35.676.984	25.191.698	22.010.664	18.443.792
7	Susceptibles de ser ejercidas al final del ejercicio	35.676.984	25.191.698	22.010.664	18.443.792
8	Planes existentes al final del ejercicio	412	675	370	250

Respecto al Plan 2016, Plan 2015 y Plan 2014 de incentivo a la permanencia, las opciones existentes al 31 de diciembre de 2015 tuvieron un promedio ponderado de vida contractual de 0,96 años, 0,73 años y 0,42 años, respectivamente (al 31 de diciembre de 2014 tuvieron un promedio ponderado de vida contractual de 1,73 años (Plan 2015) y 0,92 años (Plan 2014)).

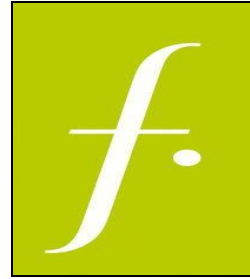
La compañía utiliza el modelo de valuación, basado en supuestos de constante volatilidad para valorizar las opciones de sus empleados. El valor justo de cada opción garantizada ha sido estimado a la fecha en que la opción es otorgada usando el modelo de valorización de precios Black Scholes.

“Stock Options en Chile”

Falabella

Razón Social : S.A.C.I. Falabella

RUT : 90.749.000-9



Falabella es uno de las principales compañías de retail de Latinoamérica. Con más de 124 años de trayectoria, cuenta con operaciones en Chile, Perú, Colombia, Argentina y Brasil, países donde suma 382 tiendas y 36 centros comerciales. Actualmente entrega empleo a más de 105.000 trabajadores en la región.

El Grupo desarrolla su actividad comercial compatibilizando crecimiento, rentabilidad y sostenibilidad en sus cinco áreas de negocios principales: Tiendas por Departamento, Mejoramiento del Hogar, Supermercados, Servicios Financieros e Inmobiliaria.

Su vasta trayectoria y su estrategia de crecimiento responsable han permitido al holding liderar varios de los negocios en los que participa. Falabella es la tienda por departamento líder en los 4 países en los que está presente, mientras que Sodimac es la tienda de mejoramiento del hogar número uno en Chile, Perú y Colombia. Adicionalmente, el Grupo Falabella es el principal emisor de tarjetas de crédito en Chile y el principal operador de centros comerciales en Chile y Perú.

Grupo Controlador

Al 31 diciembre de 2013, el grupo controlador posee el 81,31% de las acciones en que se divide el capital social. Los referidos controladores (Familia Solari y Del Rio) tienen un acuerdo de actuación conjunta conforme al texto definitivo y refundido del Pacto de Accionistas que se suscribió con fecha 24 de septiembre de 2013. Dicho Pacto, contiene limitaciones a la libre disponibilidad de las acciones.

“Stock Options en Chile”

Pagos basados en acciones

La Compañía determina el valor razonable de las opciones sobre acciones entregadas a sus ejecutivos. Dicho valor es estimado a la fecha de otorgamiento usando un modelo de precios binomial, tomando en consideración los términos y las condiciones bajo los cuales los instrumentos fueron otorgados.

En JEA (Junta Extraordinaria de Accionistas) celebrada el 26 de abril de 2005 se acordó un plan de compensaciones para los ejecutivos de la Compañía, mediante el otorgamiento de opciones para la suscripción de acciones, pudiendo estos ejecutivos ejercer sus derechos en un plazo máximo de 5 años.

En JEA celebrada el 23 de julio de 2007, se acordó un nuevo plan de compensaciones para ejecutivos de la Compañía mediante el otorgamiento de opciones para la suscripción de acciones, pudiendo estos ejecutivos ejercer sus derechos con un plazo máximo de 5 años.

En JEA celebrada el 28 de abril de 2009, se acordó un nuevo plan de compensaciones para ejecutivos de la Compañía mediante el otorgamiento de opciones para la suscripción de acciones, pudiendo estos ejecutivos ejercer sus derechos con un plazo máximo de 5 años.

En JEA celebrada el 26 de abril de 2011, se acordó un nuevo plan de compensaciones para ejecutivos de la Cía. mediante el otorgamiento de opciones para la suscripción de acciones, pudiendo estos ejecutivos ejercer sus derechos en un plazo máximo de 5 años.

El programa 2011 es con recompra de acciones, y no con acciones de primera emisión, ejercidas en 20%, 30%, y 50% en los años 3, 4 y 5.

En JEA celebrada el 27 de agosto de 2013, se acordó un nuevo plan de compensaciones para ejecutivos de la Cía. mediante el otorgamiento de opciones para la suscripción de acciones, pudiendo estos ejecutivos ejercer sus derechos en un plazo máximo de 5 años.

“Stock Options en Chile”

El programa 2013 es con recompra de acciones, y no con acciones de primera emisión, ejercidas en 30%, 30%, y 40% en los años 3, 4 y 5.

Al 31 de diciembre de 2015 y al 31 de diciembre de 2014, la Cía. ha adquirido acciones de propia emisión relacionadas con los programas 2011 y 2013, por un monto de M\$ 8.632.349 y M\$ 3.495.432, respectivamente, las cuales han sido contabilizadas como una reducción de patrimonio.

Considerando que los stocks options se convertirán en irrevocables en un plazo de 5 años, los servicios serán recibidos por la Compañía durante el mismo período y con la misma progresión, por lo que el gasto por remuneraciones será devengado en el mismo período.

El cargo a resultados que se reconoció por el ejercicio terminado al 31 de diciembre de 2015 fue de M\$ 5.184.597 (M\$ 6.214.872 al 31 de diciembre de 2014), con abono a Otras Reservas.

Los principales supuestos utilizados para la determinación del valor razonable de las opciones que es reconocido como gasto de remuneraciones en el período de devengo de las mismas son los siguientes:

	Plan 2009	Plan 2011	Plan 2013
Rendimiento de dividendo (%)	1,84%	1,15%	1,80%
Volatilidad Esperada (%)	30,73%	31,14%	26,60%
Tasa de interés libre de riesgo (%)	4,64%	4,82%	5,05%
Vida Esperada de la opción (años)	5	5	5
Precio de acción promedio ponderado (\$)	2.117,78	4.464,80	4.692,20
Porcentaje estimado de cancelaciones	6%	6%	6%
Periodo cubierto	15-09-09 / 28-04-14	31-10-11 / 30-06-16	28-08-13 / 30-06-18
Modelo Usado	Binomial	Binomial	Binomial
Nombre del modelo	Hull - White	Hull - White	Hull - White

“Stock Options en Chile”

La vida esperada de las opciones está basada en datos históricos y no es necesariamente indicativa de patrones de ejercicio que podrían ocurrir. La volatilidad esperada refleja la suposición que la volatilidad histórica es indicativa de tendencias futuras, que también puede no necesariamente ser el resultado real.

El movimiento del ejercicio de las opciones vigentes, los precios de ejercicio promedio ponderados de las opciones y la vida contractual promedio de las opciones vigentes al 31 de diciembre de 2015 son las siguientes:

Planes de acciones	Plan 2011	Plan 2013
Saldo al 1 de enero de 2015	10.559.250	16.330.000
Otorgadas durante el ejercicio		
Canceladas durante el ejercicio	(645.250)	(785.000)
Ejercidas durante el ejercicio		
En circulación al 31 de diciembre de 2015	9.914.000	15.545.000
Pueden ser ejercidas al 31 de diciembre de 2015	4.957.000	
Vida contractual promedio ponderadas (años)	0,4	2,4

Con fecha 12 de mayo de 2015, el Directorio de la Sociedad aprobó un nuevo plan de incentivos de largo plazo para ejecutivos de la Compañía. Este nuevo plan busca alinear y retener a los ejecutivos principales de la Sociedad.

El plan de beneficios se divide en dos componentes, y tiene una duración de tres años.

El primer componente del plan, está condicionado al cumplimiento de la meta de desempeño de la acción establecida en el plan, donde la Compañía se compromete a pagar un bono en dinero efectivo, equivalente al valor promedio en bolsa de la acción de la Sociedad de los 60 días anteriores a la fecha de pago, de un número de acciones emitidas que dependerá del cargo y desempeño de ese ejecutivo, sujeto a determinados límites contemplados por el plan.

“Stock Options en Chile”

En el segundo componente, se le ofrecerá al ejecutivo adquirir un número de acciones de la sociedad y por cada acción que adquiera y mantenga ininterrumpidamente por el plazo del programa, se le pagará el valor equivalente a dos veces el precio de tales acciones adquiridas, a valor actual, estimándose como tal al promedio de los últimos 60 días al momento de entregarse el plan. Este beneficio, corresponderá a una suma en dinero en efectivo, definida al momento de entrega del plan, y que pretende a incentivar a los ejecutivos para invertir en acciones de la Compañía.

El cargo a resultados que se reconoció en el ejercicio terminado al 31 de diciembre de 2015 fue de M\$ 1.633.723, imputado a Gastos de Administración, con contrapartida, en el rubro Provisiones por Beneficios a los Empleados.

Los principales supuestos utilizados para la determinación del valor razonable del primer componente del plan antes mencionado son los siguientes:

Plan 2015	
Número de acciones referenciales otorgadas	1.445.538
Rendimiento de dividendo (%)	1,61%
Volatilidad esperada del precio de la acción (%)	19,25%
Tasa de interés libre de riesgo (%)	4,13%
Vida del plan (años)	3
Precio de la acción (\$)	4.509,2
Período cubierto	01-09-15 / 15-05-18
Modelo usado	Simulación de Monte Carlo
Nombre del modelo	Browian Motion (Bivariado)

La volatilidad esperada del precio de la acción refleja la suposición que la volatilidad histórica es indicativa de tendencias futuras, que también puede no necesariamente ser el resultado real.

“Stock Options en Chile”

LAN



Razón Social : LATAM AIRLINES GROUP S.A.

RUT : 89.862.200-2

LATAM Airlines Group S.A. es el grupo de aerolíneas líder de Latinoamérica en el transporte de pasajeros y carga, incluye a LAN Airlines y sus filiales en Perú, Argentina, Colombia y Ecuador, LAN CARGO y sus filiales; además de TAM S.A y sus filiales TAM Linhas Aéreas S.A, incluyendo sus unidades de negocio TAM Transportes Aéreos Del Mercosur S.A. y Multiplus S.A.

Este grupo genera una red de conexiones que transporta pasajeros a alrededor de 135 destinos en 22 países y ofrece servicios de carga a alrededor de 144 destinos en 27 países, con una flota de cerca de 330 aviones y con más de 52 mil empleados.

Planes de compensación por aumentos de capital en LATAM Airlines Group S.A.

Los planes de compensación implementados mediante el otorgamiento de opciones para la suscripción y pago de acciones, que se han sido otorgados por LATAM Airlines Group S.A. a los trabajadores de la Sociedad y sus filiales, se reconocen en los estados financieros de acuerdo a lo establecido en la NIIF 2 “Pagos basados en acciones”, registrando el efecto del valor justo de las opciones otorgadas con cargo a remuneraciones en forma lineal entre la fecha de otorgamiento de dichas opciones y la fecha en que éstas alcancen el carácter de irrevocable.

“Stock Options en Chile”

Plan de compensación 2011

En la Junta Extraordinaria de Accionistas celebrada con fecha 21 de diciembre de 2011, los accionistas de la Sociedad aprobaron, entre otras materias, el aumento del capital social, del cual 4.800.000 acciones, fueron destinadas a planes de compensación para los trabajadores de la Sociedad y de sus filiales, conforme a lo dispuesto en el Artículo 24 de la Ley sobre Sociedades Anónimas. En este plan de compensación ningún miembro del grupo controlador sería beneficiado.

El otorgamiento de las opciones para la suscripción y pago de acciones ha sido formalizado a través de la celebración de contratos de opciones para la suscripción de acciones, de acuerdo a las proporciones que se muestran en el siguiente calendario de devengamiento y que dice relación con la condición de permanencia del ejecutivo a esas fechas para el ejercicio de las opciones:

Porcentaje	Periodo
30%	Desde el 21 de diciembre de 2014 y hasta el 21 de diciembre de 2016
30%	Desde el 21 de diciembre de 2015 y hasta el 21 de diciembre de 2016
40%	Desde el 21 de junio de 2016 y hasta el 21 de diciembre de 2016

Una vez devengadas las opciones, conforme las parcialidades antes indicadas, el trabajador podrá ejercerlas totalmente o por partes, en cuyo caso deberá suscribir y pagar las respectivas acciones al contado en el acto de su suscripción. Los ejercicios parciales no podrán ser por una cantidad inferior al 10% del total de las opciones otorgadas al Trabajador.

El plazo dentro del cual el trabajador deberá ejercer las opciones, una vez devengadas expirará el día 21 de diciembre de 2016.

Con relación al Plan de Compensación 2011, al 31 de Diciembre de 2015 se han asignado un total de 4.518.000 acciones a trabajadores de la compañía, en su casi totalidad correspondientes a ejecutivos principales conforme la nomenclatura de cargo corporativos precedentemente explicada. Por consiguiente, existe un saldo de 282.000 acciones sin asignar,

“Stock Options en Chile”

y del total asignado, a la fecha no se han devengado ni ejercido ninguna de ellas.

	<u>Número de las opciones sobre acciones</u>
-	
*Opciones sobre acciones en acuerdos de pagos basados en acciones, saldo al 1 de enero de 2014	4.497.000
*Opciones sobre acciones concedidas	160.000
*Opciones sobre acciones anuladas	(455.000)
*Opciones sobre acciones en acuerdos de pagos basados en acciones, saldo al 31 de diciembre de 2014	\$ 4.202.000
*Opciones sobre acciones en acuerdos de pagos basados en acciones, saldo al 1 de enero de 2015	4.202.000
*Opciones sobre acciones concedidas	406.000
*Opciones sobre acciones anuladas	(90.000)
*Opciones sobre acciones en acuerdos de pagos basados en acciones, saldo al 31 de diciembre de 2015	\$ 4.518.000

Estas opciones han sido valorizadas y registradas de acuerdo al valor justo a la fecha de otorgamiento, determinado a través del método “Black-Scholes-Merton”. El Efecto en resultado a diciembre de 2015 corresponde a MUS\$ 10.811 (MUS\$ 12.900 al 31 de diciembre de 2014).

Datos de entrada de modelo de valorización de opciones utilizado para opciones sobre acciones concedidas.

	<u>PMP de Acciones</u>	<u>Precio de Ejercicio</u>	<u>Volatilidad Esperada</u>	<u>Vida de Opción</u>	<u>Dividendos Esperados</u>	<u>Interés Libre de Riesgo</u>
Al 31 de diciembre de 2014	US\$ 15,47	US\$18,29	34,74%	3,6 años	0%	0,00696
Al 31 de diciembre de 2015	US\$ 15,47	US\$18,29	34,74%	3,6 años	0%	0,00696

“Stock Options en Chile”

Plan de compensación 2013

En la Junta Extraordinaria de Accionistas celebrada con fecha 11 de junio de 2013, los accionistas de la Sociedad aprobaron, entre otras materias, el aumento del capital social, del cual 1.500.000 acciones, fueron destinadas a planes de compensación para los trabajadores de la Sociedad y de sus filiales.

Las características generales del plan de compensación 2013 son las siguientes:

1. Las opciones asignadas a cada trabajador se devengarán en su totalidad el día 15 de Noviembre de 2017, sujeto a su permanencia en la Compañía.

Porcentaje	Periodo
100%	Desde el 15 de noviembre de 2017 y hasta el 11 de junio de 2018

2. Una vez devengadas las opciones en la fecha antes indicada, el trabajador podrá ejercerlas totalmente o por partes, en cuyo caso deberá suscribir y pagar las respectivas acciones al contado en el acto de su suscripción, en dinero efectivo, cheque, vale vista bancario, transferencia electrónica de fondos o cualquier otro instrumento o efecto representativo de dinero pagadero a la vista.

Los ejercicios parciales no podrán ser por una cantidad inferior al 10% del total de las opciones otorgadas al Trabajador.

3. El plazo dentro del cual el trabajador deberá ejercer las opciones, una vez devengadas según lo expuesto en el numeral 3) precedente, expirará el día 11 de junio de 2018. En caso que el trabajador no haya ejercido ni renunciado a las opciones dentro de dicho plazo, se entenderá para todos los efectos que ha renunciado a las opciones y que en consecuencia se ha extinguido todo derecho, facultad, promesa u oferta en relación con la suscripción de las acciones de pago de la sociedad y que el trabajador ha renunciado irrevocablemente a todo derecho o facultad en relación con las mismas, quedando la sociedad liberada de cualquier obligación.

“Stock Options en Chile”

PARQUE ARAUCO

Razón Social : Parque Arauco S.A.

RUT : 94.627.000-8



Parque Arauco S.A. es un desarrollador y operador de proyectos inmobiliarios, principalmente de uso comercial.

Desde 1982 ha desarrollado centros comerciales regionales, centros comerciales vecinales, Outlet malls y strip centers en Chile, Perú y Colombia. Hoy la empresa cuenta con doce centros comerciales regionales (seis en Chile, cuatro en Perú y dos en Colombia), cinco centros comerciales vecinales (todos en Perú), dos outlets malls (uno en Chile y uno en Perú), y ocho strip centers (todos en Chile).

Las principales actividades en Chile son:

La Compañía tiene participación en ocho centros comerciales regionales con un total de 465.200 m² de superficie arrendable, de los cuales consolida seis²⁰ centros comerciales regionales con un total de 343.200 m² de superficie arrendable. Parque Arauco S.A. se ha caracterizado por ser una empresa que busca constantemente satisfacer las exigencias de los clientes. Es así como, por ejemplo, ha integrado servicios de tele peajes (sistema TAG) en los estacionamientos y servicios de geolocalización como aplicación de teléfonos móviles. La Compañía también tiene participación en los formatos de strip centers y outlets, en 2012 se adquiere Buenaventura Outlet Mall con 20.000 m² de superficie arrendable.

²⁰ A partir de 2013 dejan de consolidarse los centros comerciales Marina Arauco y Mall Center Curicó, producto de la nueva normativa contable. Dado la adopción de la norma NIIF 11, el grupo ha revaluado su involucramiento en su único acuerdo conjunto y ha clasificado la inversión desde entidad controlada conjuntamente hacia Negocio Conjunto, por lo que ha pasado a reconocer esta inversión mediante la aplicación del método del patrimonio. Hasta el 31 de diciembre de 2012 esta inversión se consolidaba proporcionalmente.

“Stock Options en Chile”

Planes de compensaciones basadas en acciones

Con fecha 7 de diciembre de 2010, con motivo de un plan de compensación a ejecutivos de la Sociedad y de sus filiales aprobado por Junta Extraordinaria de Accionistas de fecha 22 de abril de 2010, de conformidad con los artículos 27 y siguientes de la Ley de Sociedades Anónimas, la Sociedad adquirió la cantidad de 3.250.000 acciones de su propia emisión, a razón de un precio de \$1.149,7965594 por acción., lo que arrojó un precio total de \$3.736.838.818. Se deja constancia que, en la práctica, las 3.250.000 acciones de propia emisión, adquiridas por la Sociedad, no fueron suscritas de conformidad a lo previsto en el citado plan de compensación, ni tampoco enajenadas en una bolsa de valores dentro del plazo de cinco años a contar de la fecha de su adquisición, según lo permite el artículo 27 C de la Ley de Sociedades Anónimas. De esta forma, habiendo vencido con fecha 7 de diciembre de 2015 el citado plazo para su enajenación sin que esta se haya llevado a cabo, y en conformidad a lo dispuesto en el citado artículo 27 C, el capital de la Sociedad y sus acciones fueron disminuidas de pleno derecho.

En cumplimiento de lo prescrito en el artículo 27 C de la Ley de Sociedades Anónimas y en el artículo 56 del reglamento de esa ley, se deja constancia que a contar del 8 de diciembre de 2015 el capital de esta Sociedad se redujo de pleno derecho desde la cantidad de \$437.546.779.681, dividido en 918.524.831 acciones, de una misma y única serie, sin valor nominal, a la cantidad de \$433.809.940.963, dividido en 915.274.831 acciones, de una misma y única serie, sin valor nominal. Se deja especial constancia que el monto en que se ha disminuido el capital de la Sociedad de pleno derecho conforme a lo indicado, ascendente a \$3.736.838.818, corresponde al costo de adquisición de las acciones de propia emisión que dio lugar a esta disminución de capital.

“Stock Options en Chile”

En la misma junta extraordinaria se aprobó un aumento de capital en la suma de \$110.000.000.000, mediante la emisión de 100.000.000 de acciones de pago, nominativas, de una misma serie y sin valor nominal. De esta emisión, 10.000.000 de acciones fueron destinadas a planes de compensación para ejecutivos, de las cuales se suscribieron y pagaron 4.967.616 acciones.

Con fecha 21 de julio de 2011, en Junta Extraordinaria de Accionistas, se acordó fijar en \$950 el precio de colocación de cada una de las 90.000.000 acciones de pago ordinarias, sin valor nominal, que serían ofrecidas preferentemente a los accionistas de la Sociedad, con cargo al aumento de capital acordado por la junta extraordinaria celebrada el 7 de abril de 2011.

Se suscribieron y pagaron el total de las 90.000.000 acciones de pago ordinarias.

El Directorio de la Sociedad, en sesión de 25 de julio de 2013, y de conformidad con los acuerdos adoptados en Juntas Extraordinarias de Accionistas de fechas 22 de abril de 2010 y 7 de abril de 2011, resolvió otorgar a los principales ejecutivos de la Sociedad opciones para suscribir un total de 13.250.000 acciones de la Sociedad. Una parte de tales opciones se otorgó con cargo a las 3.250.000 acciones adquiridas por la Sociedad con fecha 7 de diciembre de 2010. El precio de ejercicio se fijó en la cantidad equivalente en pesos, moneda de curso legal, a UF 0,0536 por acción (Plan 1 B), pudiendo ser ejercidas hasta el 7 de septiembre de 2015. Transcurrido dicho plazo, las opciones no fueron ejercidas.

La otra parte de dichas opciones se otorgó con cargo a las 10.000.000 de acciones destinadas a este fin, de conformidad con lo acordado en la Junta Extraordinaria de Accionistas de fecha 7 de abril de 2011. En este caso, el precio de ejercicio se fijó en la cantidad equivalente en pesos, moneda de curso legal, a UF 0,0433 por acción (Plan 2 B). Las opciones se devengan anualmente a contar del mes de julio de 2013 hasta el mes de diciembre del año 2015, con un plazo máximo de ejercicio el 7 de enero de 2016. Transcurrido dicho plazo, 4.967.616 acciones fueron ejercidas. El costo de estas opciones fue calculado aplicando el método Black

“Stock Options en Chile”

Scholes para estimar el valor razonable desde que fueron otorgadas y el monto asciende a M\$ 1.229.402, según lo establecido en la NIIF 2.

Con fecha 23 de octubre de 2013, en Junta Extraordinaria de Accionistas se aprobó un aumento de capital en la suma de \$115.000.000.000, mediante la emisión de 127.777.777 acciones de pago, nominativas, de una misma serie y sin valor nominal. De esta emisión, 12.777.777 acciones están destinadas a planes de compensación para ejecutivos.

En sesión de Directorio de fecha 30 de octubre de 2013 se acordó fijar en \$900 el precio de colocación de cada una de las 115.000.000 acciones de pago ordinarias, sin valor nominal, que serían ofrecidas preferentemente a los accionistas de la Sociedad, con cargo al aumento de capital acordado por la junta extraordinaria celebrada el 23 de octubre de 2013.

Con fecha 7 de febrero de 2014, la Superintendencia de Valores y Seguros aprobó e inscribió en el Registro de Valores, bajo el N° 994, la emisión de 127.777.777 acciones de pago, de única serie y sin valor nominal, por un monto de M\$ 115.000.000 con cargo al aumento de capital aprobado en Junta Extraordinaria de fecha 23 de octubre de 2013.

El periodo de opción preferente legal fue llevado a cabo entre el 18 de febrero y el 19 de marzo de 2014, donde los accionistas de la Sociedad suscribieron y pagaron 109.445.566 acciones por un total de \$98.501.009.400, a un precio de \$900 por acción. Las restantes 5.554.434 acciones fueron rematadas en la Bolsa de Comercio de Santiago con fecha 21 de marzo de 2014 a un precio unitario de \$971 por acción.

Se suscribieron y pagaron el total de 115.000.000 acciones de pago ordinarias.

Esta colocación de acciones generó una prima de emisión en venta de acciones de M\$ 200.964, monto que incluye los costos de colocación. Con fecha 19 de noviembre de 2015, en Junta Extraordinaria de Accionistas se aprobó un aumento de capital en la suma de

“Stock Options en Chile”

\$78.000.000.000, mediante la emisión de 78.000.000 acciones de pago, nominativas, de una misma serie y sin valor nominal. De esta emisión, 7.800.000 acciones están destinadas a planes de compensación para ejecutivos.

Adicionalmente, el Directorio de la Sociedad, en sesión de 26 de junio de 2014, y de conformidad con los acuerdos adoptados en la Junta Extraordinaria de Accionistas de fecha 23 de octubre de 2013, resolvió otorgar a los principales ejecutivos de la Sociedad opciones para suscribir un total de 12.777.777 acciones de la sociedad. El precio de ejercicio se fijó en la cantidad equivalente en pesos, moneda de curso legal, a UF 0,0382 por acción. Las opciones podrán ejercerse a partir de junio de 2016, con un plazo máximo de ejercicio el 28 de septiembre de 2018. El costo de estas opciones fue calculado aplicando el método Binomial para estimar el valor razonable desde que fueron otorgadas y el monto asciende a M\$ 2.245.565 según lo establecido en la NIIF 2 (Pagos Basados en Acciones).

Datos de entrada utilizados en el modelo de valoración de opciones concedidas:

Planes	Precio medio ponderado	Precio de ejercicio	Volatilidad esperada %	Vida de opción	Dividendos esperados %	Interés libre de riesgo %
Plan 1B	955,05	1.248,59	27,72	2,1 años	2,4	0,465
Plan 2B	955,05	1.008,65	52,54	2,3 años	2,4	0,465
Plan 3B	1.050,70	926,64	20,96	4,2 años	2,7	0,352

El efecto contable será devengado de forma lineal desde el momento de su otorgamiento hasta su vencimiento, llevando así su efecto a resultado en el rubro de remuneraciones. Dichos planes tienen un plazo de vigencia a septiembre y noviembre de 2015 y a septiembre de 2018. El efecto en resultado al 31 de diciembre de 2015 y 2014 corresponde a M\$ 1.322.732 y M\$ 915.131, respectivamente, y su contrapartida es registrada en patrimonio en el rubro otras reservas.

“Stock Options en Chile”

De conformidad con los acuerdos adoptados en la Junta Extraordinaria de Accionistas de fecha 19 de noviembre de 2015 se resolvió otorgar a los principales ejecutivos de la Sociedad opciones para suscribir un total de 7.800.000 acciones de la Sociedad. Se facultó al Directorio para fijar el precio final de la colocación en conformidad a lo dispuesto en el artículo 23 del Reglamento de la Ley de Sociedades Anónimas. Las acciones de este plan de compensación deberán ser emitidas, suscritas y pagadas dentro del plazo máximo que vence el 19 de noviembre de 2020.

“Stock Options en Chile”

Besalco

Razón Social : Besalco S.A.

RUT : 92.434.000-2



Besalco, es una de las principales constructoras del país, con más de 70 años de experiencia en la industria local y con presencia en Perú.

Abarca diversos mercados desarrollando negocios de corto y largo plazo. En obras civiles opera con construcciones, montaje industrial y Kipreos dedicada a la construcción de líneas de transmisión eléctricas. Otras filiales principales se dedican a proyectos inmobiliarios en Chile y en Perú, concesiones de obras públicas, y un innovador negocio de transporte de material para la gran minería y para diversos clientes, incluidos clientes forestales. Recientemente inició la operación de su primera mini central hidroeléctrica, la que forma parte de un plan de desarrollo por 175MW.

Pagos basados en acciones

La Sociedad ha implementado un plan de compensación para sus ejecutivos mediante el otorgamiento de opciones de compra sobre acciones de la Sociedad Matriz. El costo de estas transacciones es medido en referencia al valor justo de las opciones a la fecha en la cual fueron otorgadas. El valor justo es determinado por la Sociedad usando el modelo Black Sholes de valorización de opciones. El costo de los beneficios otorgados que se liquidarán mediante la entrega de acciones es reconocido con abono a patrimonio durante el período en el cual el desempeño y/o las condiciones de servicio son cumplidos, terminando en la fecha en la cual los empleados pertinentes tienen pleno derecho al ejercicio de la opción. El cargo o abono a los estados de resultados es registrado en Gastos de Administración en la entidad donde el ejecutivo presta los servicios relacionados.

En junta de accionistas de fecha 25 de junio de 2009 cuya acta fue reducida a escritura pública con esa misma fecha, en la Notaría de Santiago de don Patricio Zaldívar Mackenna,

“Stock Options en Chile”

se acordó aumentar el capital de la sociedad mediante la emisión de 123.938.365 acciones de pago, de las cuales 12.393.836 se destinarán a ser ofrecidas al personal de la sociedad, dentro de un plan de compensación para trabajadores de la Compañía y de sus Filiales.

De esta emisión de acciones se han materializado 2 emisiones de contratos:

1° Emisión de contratos 8 de abril de 2010		
Devengamiento de la Opción	Expiración de la Opción	Acciones a devengar
2 de mayo de 2011	30 de septiembre de 2011	20%
2 de mayo de 2012	30 de septiembre de 2012	30%
2 de mayo de 2013	30 de septiembre de 2013	50%

2° Emisión de contratos 1 de marzo de 2011		
Devengamiento de la Opción	Expiración de la Opción	Acciones a devengar
1 de marzo de 2012	30 de junio de 2012	25%
1 de marzo de 2013	30 de junio de 2013	35%
1 de marzo de 2014	30 de junio de 2014	40%

Considerando que los stocks options se convertirán en irrevocables en un plazo de 3 años, a partir de la firma de los respectivos contratos, los servicios serán recibidos por la Sociedad y sus filiales durante el mismo período y con la misma progresión, por lo que el gasto por remuneraciones será devengado en el mismo período.

Con fecha 30 de junio de 2014 ha expirado la última opción de suscripción de acciones ofrecidas al personal en un plan de compensación (stock options). Durante el año 2014 y 2015 no se ejercieron opciones de suscripción y pago de acciones.

“Stock Options en Chile”

AES Gener

Razón Social : AES GENER S.A.

RUT : 94.272.000-9



AES Gener es una compañía de generación de electricidad en 4 mercados: Sistema Interconectado Central (SIC) y Sistema Interconectado del Norte Grande (SING) en Chile, Sistema Interconectado Nacional (SIN) en Colombia y Sistema Argentino de Interconexión (SADI).

En Chile, con 3.438 MW es la 2^{da} generadora, con una participación de mercado de 22%. En Colombia posee 1.000 MW y en Argentina 643 MW. Desde 2007, se han incorporado 10 proyectos por 1.694 MW. Actualmente cuenta con un atractivo portfolio de proyectos en construcción que agregarán 1.235 MW en 2018. AES Gener es controlada en 71% por AES Corp.

AES Corporation, accionista mayoritario de AES Gener S.A., otorga a ciertos empleados de sus subsidiarias compensaciones basadas en acciones, el cual consiste de una combinación de opciones y acciones restringidas. Los derechos sobre estos planes generalmente se devengan en plazos de tres años.

El valor razonable de los servicios de los empleados recibidos a cambio de la concesión de la opción se reconoce como un gasto y un correspondiente incremento o aporte en el patrimonio neto de la Compañía. El costo es medido a la fecha de otorgamiento basado en el valor razonable de los instrumentos de patrimonio o pasivos emitidos y es reconocido como gasto en base a un método lineal sobre el período de devengo, neto de una estimación por opciones no ejercitadas.

“Stock Options en Chile”

Pagos Basados en Acciones

AES Corporation otorga opciones de compra de acciones del capital ordinario bajo planes de opciones sobre acciones. De acuerdo a los términos de los planes, AES Corporation puede emitir opciones de compra de acciones del capital ordinario de AES Corporation a un precio igual al 100% del precio de mercado a la fecha del otorgamiento de la opción. Las opciones sobre acciones generalmente se basan en un porcentaje del sueldo base de un empleado. Las opciones sobre acciones emitidas bajo estos planes en 2014, 2013, 2012 y 2011 tienen un calendario de consolidación de tres años y se consolidan en tres partes iguales a lo largo del período de tres años. Las opciones sobre acciones tienen una vida contractual de diez años.

El valor razonable promedio ponderado de cada otorgamiento de opciones ha sido estimado, a la fecha de otorgamiento, usando el modelo de precios de opciones Black-Scholes con los siguientes supuestos promedios ponderados:

	31 de diciembre 2013	31 de diciembre 2013	31 de diciembre 2012	31 de diciembre 2011
Volatilidad esperada	24,48%	23,08%	26,29%	30,97%
Rendimiento anual esperado de dividendos	1,42	1,44\$%	1,10%	0,00%
Plazo esperado de la opción (años)	6	6	6	6
Tasa de interés libre de riesgo	1,88%	1,13%	1,16%	2,65%

La Compañía utiliza exclusivamente la volatilidad implícita como la volatilidad esperada para determinar el valor razonable usando el modelo de precios de opciones Black-Scholes.

La volatilidad implícita puede ser utilizada exclusivamente debido a los siguientes factores:

- La Compañía utiliza un modelo de valuación basado en un supuesto de volatilidad constante para valorar las opciones sobre acciones de sus empleados;
- La volatilidad implícita se deriva de opciones de compra de acciones ordinarias de AES Corporation que son transadas activamente;

“Stock Options en Chile”

- Los precios de mercado tanto de las opciones transadas como la acción subyacente son medidos en un momento similar y a una fecha razonablemente cercana a la fecha de otorgamiento de las opciones sobre acciones para empleados;
- Las opciones transadas tienen precios de ejercicio que son tanto cercanos al dinero (near-the-money), como cercanos al precio de ejercicio de las opciones sobre acciones para empleados; y
- A los vencimientos restantes de las opciones transadas sobre los cuales se basa la estimación les queda por lo menos un año.

La Compañía usó un método simplificado para determinar el plazo esperado, basado en el promedio de la vida contractual original y el período de consolidación proporcional. Este método simplificado fue usado para los ejercicios terminados al 31 de diciembre de 2014, 2013, 2012 y 2011. Esto es apropiado dada la ausencia de información relevante sobre el ejercicio de opciones sobre acciones.

Este método simplificado puede ser usado debido a que las opciones sobre acciones de AES Corporation tienen las siguientes características:

- Las opciones sobre acciones se otorgan sobre el dinero (at-the-money);
- Su ejercicio está sujeto solamente a la condición de prestar servicios hasta la fecha de consolidación, inclusive;
- Si un empleado deja de prestar servicios antes de la fecha de irrevocabilidad (“vesting”), el empleado anula o renuncia a las opciones sobre acciones;
- Si un empleado deja de prestar servicios después de la fecha de irrevocabilidad, el empleado tiene un plazo limitado para ejercitar la opción; y
- No se puede establecer una cobertura sobre la opción y la opción es intransferible.

La Compañía no descuenta los valores razonables a la fecha de otorgamiento, determinados para estimar las restricciones posteriores a la irrevocabilidad.

“Stock Options en Chile”

Las restricciones posteriores a la irrevocabilidad incluyen los períodos prohibidos (black-out) que es cuando el empleado no puede ejercitar las opciones sobre acciones dado su potencial conocimiento de información antes de que se divulgue al público. Los supuestos que la Compañía ha hecho al determinar el valor razonable a la fecha de otorgamiento de sus opciones sobre acciones y las tasas de anulación estimadas representan su mejor estimado.

Usando los supuestos antes mencionados, el valor razonable promedio ponderado de cada opción sobre acciones otorgada fue de US\$2,21, US\$3,26 y US\$4,54 para los ejercicios terminados el 31 de diciembre de 2013, 2012 y 2011, respectivamente.

La siguiente tabla resume los componentes de la compensación basada en acciones relacionada a opciones sobre acciones para empleados reconocidos en los estados financieros de la Compañía.

	31 de diciembre 2014 MUS\$	31 de diciembre 2013 MUS\$	31 de diciembre 2012 MUS\$	31 de diciembre 2011 MUS\$
Valor intrínseco total de las opciones ejercitadas	55	98	18	90
Valor razonable total a la fecha de otorgamiento de las opciones Irrevocadas	101	95	76	173
Efectivo recibido por el ejercicio de las opciones sobre acciones	95	215	38	95

No hubo modificaciones a las concesiones de opciones sobre acciones durante el ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2014.

A continuación se resumen las actividades relacionadas a opciones por el ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2012 y 2013:

“Stock Options en Chile”

	N° de Opciones	Precio de ejercicio promedio ponderado	Vida contractual restante promedio ponderada	Valor Intrínseco agregado
		US\$	(en años)	MUS\$
Vigentes al 31 de diciembre de 2011	273.720	15,8		
Ejercitadas durante el ejercicio	-4.403	8,7		
Anuladas y vencidas durante el ejercicio	-16.129	17,23		
Otorgadas durante el periodo	26.279	13,7		
Transferidas a AES Gener durante el ejercicio 2011	24.969	17,21		
Vigentes al 31 de diciembre de 2012	304.436	15,76	4,43	115
Irrevocadas y con irrevocabilidad esperada para el 31 de diciembre 2012	301.601	15,78	4,39	115
Con derecho de ejercicio al 31 de diciembre de 2012	255.912	16,24	3,65	115
Ejercitadas durante el ejercicio	-24.032	8,94		
Anuladas y vencidas durante el ejercicio	-19.296	18,34		
Otorgadas durante el periodo	47.014	11,17		
Vigentes al 31 de Diciembre del 2013	308.122	15,43	4,61	447
Ejercitadas durante el ejercicio	-10.580	8,97		
Anuladas y vencidas durante el ejercicio	-23.223	13,95		
Otorgadas durante el ejercicio	34.074	14,63		
Transferidas durante el ejercicio	-2.575	15,07		
Vigentes al 31 de Diciembre del 2014	305.818	15,68	4,64	224
Irrevocadas y con irrevocabilidad esperada para el 31 de diciembre de 2014	297.025	15,74	4,52	217
Con derecho de ejercicio al 31 de diciembre de 2014	231.641	16,52	3,42	142

El valor intrínseco agregado en la tabla anterior representa el valor intrínseco total antes de impuestos (la diferencia entre el precio de cierre de la acción de AES Corp. el último día bursátil del tercer trimestre de 2014 y el precio de ejercicio, multiplicado por la cantidad de opciones dentro del dinero (in-the-money)) que habrían recibido los tenedores de opciones si todos ellos hubiesen ejercido sus opciones el 31 de diciembre de 2014. El monto del valor

“Stock Options en Chile”

intrínseco agregado cambiará dependiendo del valor de mercado de las acciones de AES Corp.

Inicialmente, la Compañía reconoce el costo de compensación basado en una estimación de la cantidad de instrumentos para los cuales se espera que se cumplan los requerimientos de servicio.

El detalle de las otras participaciones en el patrimonio se detalla a continuación:

	Planes de Opciones sobre acciones	Reserva de dividendos propuesta	Total
	MUS\$	MUS\$	MUS\$
Saldos al 1 de enero de 2015	6.034	218.757	224.791
Plan de opciones sobre acciones	924		924
Traspaso de Resultado Ejercicio 2014		10.852	10.852
Saldos al 31 de diciembre de 2015	6.958	229.609	236.567

	Planes de Opciones sobre acciones	Reserva de dividendos propuesta	Total
	MUS\$	MUS\$	MUS\$
Saldos al 1 de enero de 2014	5.060	218.757	223.817
Plan de opciones sobre acciones	974		974
Saldos al 31 de diciembre de 2014	6.034	218.757	224.791

	Planes de Opciones sobre acciones	Reserva de dividendos propuesta	Total
	MUS\$	MUS\$	MUS\$
Saldos al 1 de enero de 2013	4.102	218.757	222.859
Plan de opciones sobre acciones	958	-	958
Saldos al 31 de diciembre de 2013	5.060	218.757	223.817

“Stock Options en Chile”

SQM

Razón Social : Sociedad Química y Minera de Chile S.A.
RUT : 93.007.000-9



Descripción de la Empresa

SQM es un productor y comercializador integrado de nutrientes vegetales de especialidad, yodo, litio, fertilizantes potásicos y químicos industriales. Nuestros productos se basan en el desarrollo de recursos naturales de alta calidad que nos permiten ser líder en costos, apoyado por una red comercial internacional especializada con ventas en más de 100 países. Nuestra estrategia de desarrollo apunta a mantener y profundizar el liderazgo mundial en cada uno de nuestros negocios.

Planes de compensación

Los planes de compensación implementados mediante beneficios en pagos basados en el valor de las acciones liquidadas en efectivo, que se han otorgado se reconocen en los estados financieros a su valor justo, de acuerdo a lo establecido en la Norma Internacional de Información Financiera Nro. 2 "Pagos basados en acciones". Las variaciones en el valor justo de las opciones otorgadas son reconocidas con cargo a remuneraciones en forma lineal durante el período entre la fecha de otorgamiento de dichas opciones y la de pago.

Plan de compensación ejecutivos

La Sociedad posee dos planes de compensación con la finalidad de motivar a los ejecutivos de la Sociedad e incentivar su permanencia en la Empresa, mediante el otorgamiento de pagos basados en el cambio del precio de la acción de SQM.

“Stock Options en Chile”

1) Acciones

Liquidado en efectivo, pudiendo estos ejecutivos ejercer sus derechos hasta el 2016.

Características del plan

Este plan de compensación está ligado al performance de la Sociedad a través del precio de la acción de SQM Serie B (Bolsa de Comercio de Santiago).

Partícipes de este plan

Este plan de compensación incluye 10 (2013), 10 (2014) y 8 (2015) ejecutivos de la Sociedad, los cuales tienen derecho a este beneficio, siempre y cuando permanezcan en la Sociedad en las fechas de ejecución de estas opciones. Las fechas de ejercicio de las opciones serán los primeros 7 días calendarios del mes de mayo del año del ejercicio.

Compensación

La compensación de cada ejecutivo es el diferencial entre el precio promedio de la acción durante el mes de abril de cada año en comparación al precio base fijado por la Administración de la Sociedad. El precio base fijado por la Sociedad, para este plan de compensaciones, es de US\$ 50 por acción. La Sociedad se reserva el derecho de canjear ese beneficio por acciones u opción de acciones.

El movimiento del período de las opciones vigentes, los precios de ejercicio promedio ponderado de las opciones y la vida contractual promedio de las opciones vigentes al 31 de diciembre de 2015, 31 de diciembre de 2014 y 31 de diciembre de 2013, son las siguientes:

Movimiento del período	2015	2014	2013
Vigentes al 01 de Enero	1.536.000	1.536.000	2.200.500
Otorgadas durante el ejercicio			45.000
Trabajadores desvinculados	(365000)		(187500)
Ejercidas durante el ejercicio			
Cambio de Plan de Beneficios			(522000)
En circulación al cierre	1.171.000	1.536.000	1.536.000
Vida contractual promedio ponderada	4 meses	16 meses	25 meses
Ejecutivos	8	10	10

“Stock Options en Chile”

El efecto en resultado por el plan, al 31 de diciembre de 2015, 31 de diciembre de 2014 y 31 de diciembre de 2013, asciende a:

Efecto en resultado	31-12-2015	31-12-2014	31-12-2013
	MUS\$	MUS\$	MUS\$
Efecto en resultado utilidad (pérdida)	829	-553	8200

2) Diferencial Precio Promedio Acciones

Características del plan

Este plan de compensación también está ligado al performance de la Sociedad, a través del precio de la acción de SQM Serie B (Bolsa de Comercio de Santiago).

Partícipes de este plan

Este plan de compensación incluye 27 (2015), 26 (2014) y 30 (2013) ejecutivos de la Sociedad, los cuales tienen derecho a este beneficio, siempre y cuando permanezcan en la Sociedad en las fechas de pago. Las fechas de pago, de corresponder, serán la primera semana de los meses de enero de los años 2016, 2017 y 2018.

Compensación

La compensación de cada ejecutivo es el diferencial entre el precio promedio de la acción durante cada uno de los meses de diciembre de 2015, diciembre de 2016 y diciembre de 2017, respectivamente, en su equivalente en dólares de los Estados Unidos de América y el precio de referencia, que asciende a US\$ 23,48 (precio promedio ponderado de las transacciones de las acciones SQM serie B efectuadas en la Bolsa de Comercio de Santiago durante el mes de diciembre del año 2014), el diferencial no puede ser superior a US\$ 15,00 y se multiplicara por 5.000. Si el monto calculado es negativo o cero, no se pagará bono por ese período, pero en ese evento, el bono o beneficio a pagar en el período siguiente al trabajador, será igual al producto de la multiplicación del diferencial por 10.000. En el caso que el valor fuera

“Stock Options en Chile”

negativo o cero en diciembre de 2015 y también en diciembre de 2016, para el cálculo del bono en diciembre de 2017, el diferencial se multiplicará por 15.000.

El movimiento del período de las opciones vigentes, los precios de ejercicio promedio ponderado de las opciones y la vida contractual promedio de las opciones vigentes al 31 de diciembre de 2015, 31 de diciembre de 2014 y 31 de diciembre 2013, son las siguientes:

Movimiento del período	2015	2014	2013
Vigentes al 01 de Enero	390.000	450.000	450.000
Trabajadores desvinculados	(45.000)	(75.000)	
Otorgadas durante el ejercicio	60.000	15.000	
En circulación	405.000	390.000	450.000
Vida contractual promedio ponderada	24 meses	36 meses	48 meses
Ejecutivos	27	26	30

“Stock Options en Chile”

CONCLUSIONES

- En un mercado laboral, cada vez más competitivo. Donde las empresas buscan a los mejores empleados, donde las remuneraciones fijas y variables no consiguen la identidad y compromiso de los trabajadores. Las Stock options ocupan un primer plano cuyo objetivo es vincular a los ejecutivos y empleados con el éxito de la empresa, mejorando su gestión y aumentando el valor de las acciones.
- A través del tiempo se ha ido mejorando el mercado de las opciones dejando ser utilizadas solamente para la materia prima, valores inmobiliarios y fondos públicos por ser mayormente flexibles que la contratación a plazo y los futuros.
- Todos los planes de opciones sobre acciones, están normalizados por las normas IFRS y los modelos de valorización más utilizados por las empresas son el binomial y el Black-Scholes.
- Si bien el objetivo de las stock options es motivar e identificar a los ejecutivos de la firma, tenemos casos donde la estructura de los contratos y acuerdos generados en la Junta de Accionistas, dejan vacíos legales donde los ejecutivos utilizan el beneficio para el uso personal en desmedro de la empresa. Los efectos de estos casos son tan graves como el daño de la imagen de la empresa hasta la quiebra.
- Por lo tanto, cada empresa suele establecer distintos planes para la concesión de las stock options: ejecutivos, empleados, nuevos contratos; en los que suelen establecer algunas exigencias comunes a todos ellos, y otras peculiares de cada plan.

“Stock Options en Chile”

- La dinámica de las opciones sobre acciones tiene un punto culminante cuando se define el precio que el beneficiario deberá pagar en el caso que ejecute la opción, cuanto más bajo, mayor podrá ser el beneficio a obtener. Pero si el precio es demasiado alto al momento de la aprobación del plan podría ser considerado inalcanzable quitando todo estímulo. Por lo tanto se aconseja realizar una revisión una vez aprobado el plan.
- La empresa tendrá tres posibilidades para cubrir un Plan. Lo más habitual es un aumento de capital. Luego tenemos la posibilidad de contratar con un Banco de Inversión la cobertura de las mismas, de forma que dicho Banco realice una simulación, valore una opción financiera que replique la del Plan y le cobre una prima a la empresa. Y una tercera posibilidad sería esperar que llegue el momento del ejercicio, y hacer una ampliación de capital por el importe total de las opciones ejercitadas.
- De las 40 empresas que componen el IPSA entre el 2015 y 2016, solo 7 han implementado a las stock options dentro de sus planes de incentivo. Siendo el mercado del retail quienes prefieren estos programas.
- La duración promedio de estos planes varían desde los 3 a 5 años, donde se pueden ir devengando ciertos porcentajes de opciones hasta la finalización de los periodos.

Como conclusión final las Stock Options como herramienta para fidelizar a los ejecutivos cumplen con el objetivo, un buen Plan de Stock Options motiva a los ejecutivos para lograr al objetivo y permanecer durante un gran periodo junto a la empresa.

El éxito de cada Plan ha permitido, tal es el caso en los gigantes del retail, que puedan seguir implementado planes más ambiciosos con resultados beneficiosos para ambas partes.

“Stock Options en Chile”

BIBLIOGRAFIA

- Jiménez, F., Saenger, F., Peñailillo, D., Sandoval, R., Salas, J., Ubilla, L., & Silva, M.. (Diciembre 2001). Las Stock Options. *Revista de Derecho*, 9, pp. 183-202.
- Parada Daza, José Rigoberto. (Mayo 2000). Fundamentos y gestión de futuros y opciones financieras. Jurídica Cono Sur Ltda.
- Maldonado, C. (2012). *Tratamiento tributario de las opciones de compra de acciones otorgadas a trabajadores de grupos empresariales en Chile*. Tesis para optar al grado de Licenciado en Ciencias Jurídicas, Facultad de derecho, Universidad de Chile, Santiago. Chile.
- Toussaint, E. *Enron y cia.: La debacle de la nueva economía “made in USA”*. Extraído el 8 de septiembre, 2014, de <http://www.anticapitalistas.org/IMG/pdf/Toussaint-EnronYCiaLaDebacleDeLaNuevaEconomiaMadeInUSA.pdf>
- Meneses, A. (2010). *El caso Enron: Fracaso de una de las empresas más poderosas de los Estados Unidos*. Recuperado de http://www.academia.edu/3480864/El_caso_Enron_Fracaso_de_una_de_las_empresas_m%C3%A1s_poderosas_de_estados_unidos
- La polar. (2014). *La compañía*. Recuperado de <http://www.nuevapolar.cl/informacion-corporativa/la-compania/>
- Baires, Rodrigo. “Las huellas de Morita en La Polar: La fórmula que convirtió a los gerentes en socios del negocio”. CIPER, Online. 21 de julio del 2011. Recuperado de <http://ciperchile.cl/2011/07/21/las-huellas-de-morita-en-la-polar-la-formula-que-convirtio-a-los-gerentes-en-socios-del-negocio/>
- Cencosud. (2014). *Memoria anual 2013*. Recuperado de <http://www.cencosud.com/memoria2013/>
- Bolsa de Santiago. (2014). *Precios acciones*. Recuperado de <http://www.bolsantiago.cl/theme/resumeninstrumento.aspx?NEMO=CENCOSUD>
- Superintendencia de Valores y Seguros. (2014). *Cencosud S.A.* Recuperado de <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?auth=&send=&mercado=V&rut>

 “Stock Options en Chile”

=93834000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&vig=VI&row=AAAUvUABfAAAAAuAAh&control=svs&pestanía=1

- Falabella. (2014). *Reporte 2013*. Recuperado de <http://www.falabella.com/falabella-cl/static/staticContentWithHeader.jsp?title=Inversionistas-Reporte-Anual>
- Bolsa de Santiago. (2014). *Precios acciones*. Recuperado de <http://www.bolsantiago.cl/theme/resumeninstrumento.aspx?NEMO=FALABELLA>
- Superintendencia de Valores y Seguros. (2014). *S.A.C.I. Falabella*. Recuperado de <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?auth=&send=&mercado=V&rut=90749000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&vig=VI&row=AAAUvUABfAAAAkWAAC&control=svs&pestanía=1>
- Latam Airlines Group. (2014). *Memoria anual 2013*. Recuperado de <http://memoria2013.marketinglan.com/>
- Bolsa de Santiago. (2014). *Precios acciones*. Recuperado de <http://www.bolsantiago.cl/theme/resumeninstrumento.aspx?NEMO=LAN>
- Superintendencia de Valores y Seguros. (2014). *Latam Airlines Group S.A.* Recuperado de <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?auth=&send=&mercado=V&rut=89862200&grupo=&tipoentidad=RVEMI&vig=VI&row=AAAUvUABfAAAAkWA AF&control=svs&pestanía=1>
- Parque Arauco. (2014). *Memoria 2013*. Recuperado de http://www.paraucocom/?page_id=125
- Bolsa de Santiago. (2014). *Precios acciones*. Recuperado de <http://www.bolsantiago.cl/theme/resumeninstrumento.aspx?NEMO=PARAUCO>
- Superintendencia de Valores y Seguros. (2014). *Parque Arauco S.A.* Recuperado de <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?auth=&send=&mercado=V&rut=94627000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&vig=VI&row=AAAUvUABfAAAAkXAAI&control=svs&pestanía=1>
- Banco Santander. (2014). *Estados financieros*. Recuperado de https://www.santander.cl/contenidos/info_corporativa/pdf_2013/Bco_Santander_12_2013.pdf

 “Stock Options en Chile”

- Bolsa de Santiago. (2014). *Precios acciones*. Recuperado de <http://www.bolsantiago.cl/theme/resumeninstrumento.aspx?NEMO=SANTANGRUP>
- Besalco. (2014). *Memorias Anuales*. Recuperado de <http://www.besalco.cl/Memoria2013/#1>
- Bolsa de Santiago. (2014). *Precios acciones*. Recuperado de <http://www.bolsantiago.cl/theme/resumeninstrumento.aspx?NEMO=BESALCO>
- Superintendencia de Valores y Seguros. (2014). *Besalco S.A.* Recuperado de <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?auth=&send=&mercado=V&rut=92434000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&vig=VI&row=AAAUvUABfAAAAkWAAn&control=svs&pestanía=1>
- Aes Gener. (2014). *Información financiera*. Recuperado de <http://www.aesgener.cl/inversionistas/Paginas/Memorias.aspx>
- Bolsa de Santiago. (2014). *Precios acciones*. Recuperado de <http://www.bolsantiago.cl/theme/resumeninstrumento.aspx?NEMO=AESGENER>
- Superintendencia de Valores y Seguros. (2014). *Aes Gener S.A.* Recuperado de <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?auth=&send=&mercado=V&rut=94272000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&vig=VI&row=AAAUvUABfAAAAkXAAb&control=svs&pestanía=1>
- Iansa. (2014). *Memoria Anual*. Recuperado de http://www.iansa.cl/wp-content/uploads/2010/08/Memoria_Iansa_20131.pdf
- Bolsa de Santiago. (2014). *Precios acciones*. Recuperado de <http://www.bolsantiago.cl/theme/resumeninstrumento.aspx?NEMO=IANSA>
- Superintendencia de Valores y Seguros. (2014). *Empresas IANSA S.A.* Recuperado de <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?auth=&send=&mercado=V&rut=91550000&grupo=&tipoentidad=RVEMI&vig=VI&row=AAAUvUABfAAAAkAAj&control=svs&pestanía=1>
- CFR Pharmaceuticals. (2014). *Memoria Anual*. Recuperado de http://www.cfr-corp.com/wp-content/uploads/Memoria_Anual_CFR_2013.pdf
- Bolsa de Santiago. (2014). *Precios acciones*. Recuperado de <http://www.bolsantiago.cl/theme/resumeninstrumento.aspx?NEMO=CFR>

“Stock Options en Chile”

- Superintendencia de Valores y Seguros. (2014). *CFR Pharmaceuticals S.A.* Recuperado de <http://www.svs.cl/institucional/mercados/entidad.php?auth=&send=&mercado=V&rut=76116242&grupo=&tipoentidad=RVEMI&vig=VI&row=AAAUvUABfAAAAkdAAU&control=svs&pestanía=1>
- Rodríguez, R. “*La realidad de los stock options en Chile*”. Diario Financiero, Online. 5 de Mayo del 2011. Recuperado de <https://www.df.cl/noticias/opinion/columnistas/rafael-rodriguez/la-realidad-de-los-stock-options-en-chile/2011-05-04/204608.htm>
- Pérez, S. “*Remuneración de ejecutivos de La Polar pasó de 8,8% a casi 20% de su utilidad*”. Diario La Tercera, Online. 26 de Junio del 2011. Recuperado de <http://diario.latercera.com/2011/06/26/01/contenido/negocios/27-74164-9-remuneracion-de-ejecutivos-de-la-polar-paso-de-88-a-casi-20-de-su-utilidad.shtml>
- Duarte, C. “*Lecciones de La Polar: Stock Options ¿incentivo perverso?*”. Diario de Infonegocios, Online. 12 de Julio del 2011. Recuperado de <http://www.infonegocios.cl/Nota.asp?nrc=22196&nprt=1>
- El analista de el mostrador mercados. “*La lluvia de Stock Options en el retail y la “reculada” de Cesar Barros con La Polar*”. Diario El Mostrador, Online. 21 de Octubre del 2013. Recuperado de <http://www.elmostrador.cl/negocios/2013/10/21/la-lluvia-de-stock-options-en-el-retail-y-la-reculada-de-cesar-barros-con-la-polar/>
- Morchio, D. (2014). *Expertos afirman que reforma haría tributar dos veces sobre los stock options*. Extraído el 22 de Abril, de EL Pulso Sitio web: <http://static.pulso.cl/20140421/1931405.pdf>