

## LAS STOCK OPTIONS Y SU INTRODUCCIÓN EN CHILE\*

*Christian Schmitz Vaccaro*

Abogado Mba - Uc

Profesor de la Facultad de Derecho y  
de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas  
UNIVE Universidad Católica de la Santísima Concepción

### RESUMEN

El presente trabajo pretende estudiar el tema de las *stock options*, también llamadas opciones de compra de acciones, de una manera integral. Dado el interés que despierta este tema en diversas disciplinas tanto jurídicas como económicas, el autor se inclina para su análisis por el respeto a la existencia de factores multidisciplinarios que la componen, que se entrelazan y se explican recíprocamente.

El tema de las *stock options*, también llamadas “opciones de compra de acciones”, atrae el interés de diversas disciplinas, tanto jurídicas como económicas. Así, desde un punto de vista de la dirección de empresas, la materia es estudiada por los especialistas de las áreas de finanzas y de recursos humanos. En la teoría de las finanzas corporativas, las *stock options* son un medio para alinear los intereses de los gerentes con los de los propietarios de la compañía. Pero además, por tratarse de opciones que se ejercen sobre acciones es estudiado por la Teoría de opciones. En la administración de recursos humanos, los autores, integran el tema a los sistemas de compensaciones y beneficios, como medio de incentivar y retener directivos valiosos y de crear un eficaz *vínculo de reforzamiento estratégico* que aúne los intereses de la compañía y de los empleados.

Desde una perspectiva jurídica, la noción tiene principalmente cabida en el Derecho Comercial, al tratar las sociedades anónimas abiertas en relación a las acciones que ellas emiten; pero también reviste interés para el Derecho Laboral, como un tipo de contraprestación a los servicios prestados por el trabajador, y para el Derecho Tributario, en el contexto de la tributación de las rentas percibidas por el trabajador, por una parte, y por la otra, en la tributación de los gastos en que incurre la empresa al retribuir a sus trabajadores con opciones sobre acciones.

En el presente trabajo nos proponemos analizar el tema, con un enfoque amplio. Por lo tanto, no pretendemos extraer y aislar únicamente los aspectos jurídicos involucrados, sino estudiar las *stock options* de una forma más integral, lo cual implica respetar la existencia de factores multidisciplinarios que se entrelazan y se explican recíprocamente. De otra forma, tampoco sería posible entender cabalmente las razones y trasfondos que motivan esta institución y sus elementos.

Siguiendo este enfoque, examinaremos a continuación los siguientes aspectos:

El concepto de *stock options*

Diferencias entre *stock options* y asignación de acciones

Elementos de las *stock options*

\* Para comentarios, dirigirse al mail: [schmitz@texchile.org](mailto:schmitz@texchile.org)

Objetivo de las *stock options*

Críticas al sistema de las *stock options*

Las *stock options* en la legislación chilena

Formas de implementar las *stock options*

Las *stock options* en la administración de recursos humanos

Las *stock options* en el Derecho Laboral chileno

#### EL CONCEPTO DE *STOCK OPTIONS*

Las *stock options* son una institución de amplia aplicación en el mundo empresarial estadounidense, y parte de su auge se debió a su gran aceptación por parte de las empresas de la nueva economía (empresas con un giro relacionado a las tecnologías de la información). El rápido crecimiento experimentado por esas compañías en la segunda mitad de los años noventa se debe, entre otros factores, a la repartición abundante de *stock options*, así como a un fuerte uso de formas variables de remuneración, lo cual permitía mantener bajos los costos remuneracionales, ampliar la base patrimonial y seguir creciendo en base a las expectativas futuras del continuo alza de los indicadores bursátiles (en especial del NASDAQ).

Entrando en el análisis conceptual de la institución que nos ocupa, tenemos 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"<sup>1</sup>. En cambio, la *stock option* 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 transformará 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 predeterminado". 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, y en la teoría financiera se la conoce como una "*opción de compra europea*"; en otros casos, se puede ejercer antes de o en dicha fecha, y entonces se habla de "*opción de compra americana*". Las *stock options* generalmente se otorgan a un "precio de compra predeterminado" 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 predeterminado, acciones de la sociedad anónima abierta, con la cual se relaciona directa o indirectamente a través de su contrato de trabajo.*

Es en ese 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 reflejarán en el incremento de valor de las acciones de la compañía.

Al igual que las *stock options*, el concepto de los "planes de opciones de acciones" no está definido por la ley chilena.

Desde un punto de vista de la teoría financiera, 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 del rendimiento corporativo".

<sup>1</sup> Puelma Accorsi. Álvaro: "Sociedades", Tomo II, Editorial Jurídica de Chile, pág. 470.

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.

#### DIFERENCIAS ENTRE *STOCK OPTIONS* Y ASIGNACIÓN DE ACCIONES

Al introducirse las *stock options* a nuestra legislación, mucho se ha comentado acerca de las similitudes con el “capitalismo popular” que existió en los años ochenta en Chile; sin embargo, no hay que olvidar que en ese caso estamos frente a asignación directa de acciones a ejecutivos o trabajadores. Lo cierto es que en el presente, las asignaciones de acciones han dejado de tener aplicación, y en otros países se ha observado un claro desplazamiento, que ha favorecido a las opciones sobre acciones.

Para una mayor comprensión, conviene presentar algunas diferencias de las *stock options* frente a la asignación de paquetes de acciones:

- Las *stock options* por ser opciones, no necesariamente se materializan en transferencias efectivas de dominio de las acciones en cuestión. En cambio, en la asignación de acciones a ejecutivos o trabajadores, lo que se reparte son derechamente paquetes de acciones. En consecuencia, en el primer caso no necesariamente el trabajador va a transformarse en accionista de la sociedad empleadora, mientras que en el segundo caso ello va a ser lo más probable.
- En las *stock options* hay contraprestación (precio rebajado a pagar) de parte del trabajador, mientras que en la asignación de acciones estas son repartidas por lo general sin contraprestación directa y, por lo mismo, revisten un carácter esencialmente de incentivo laboral. Al respecto, algunos economistas sostienen que el hecho de haber un desembolso previo (costo), conduce a un actuar más responsable con lo que se ha recibido (beneficio).
- Lo anterior implica que a diferencia de la asignación de acciones, las *stock options* constituyen para la empresa una fuente de financiamiento, aun cuando no se traduzca en liquidez inmediata, sino que la entrada de nuevo capital queda diferida en el tiempo, sea por la existencia de un plazo suspensivo o porque el trabajador no toma de inmediato la decisión de ejercer la opción. Esa fuente de financiamiento cobra importancia en especial en una etapa de incipiente apertura hacia la bolsa, puesto que en esa fase se requiere aumentar el capital propio de la empresa en crecimiento y se presentan dificultades de atraer “capital fresco” de inversionistas de fondos de capital de riesgo.
- Mediante las *stock options*, el trabajador logra postergar la decisión de inversión en el tiempo, y por lo tanto gana tiempo para familiarizarse con el comportamiento bursátil de la acción y para estudiar con mayor detención si le conviene transformarse en accionista de la sociedad emisora de *stock options* o no. Las asignaciones de acciones no dan ese tiempo.
- Como consecuencia de lo anterior, la decisión de ser accionista en las *stock options* depende únicamente del trabajador. La asignación de acciones es una decisión que toma la empresa y transforma al trabajador en accionista, a menos que este repudie la asignación. Al respecto, en el Derecho Civil se predica que “nadie puede adquirir derechos u obligaciones contra o sin su voluntad”. Pero, sin perjuicio de ello, en la asignación de acciones opera un efecto psicológico en el sentido de aceptar un “regalo”.
- Muy relacionado con los dos puntos anteriores, podemos sostener que en las *stock options* es el trabajador quien, con cierta libertad, determina el momento en que se transforma en accionista; en las asignaciones de acciones es la empresa, la que fija el momento.
- Claramente, las *stock options* no son solo para los trabajadores un instrumento de gran flexibilidad. También la empresa, a través de la introducción y fijación de plazos suspensivos y/o resolutorios, podrá adecuar los futuros flujos de capital a su planificación

financiera, considerando sus necesidades de financiamiento u otras razones temporales (por ejemplo, tributarias). Por lo tanto, hay un horizonte temporal que se toma en cuenta, mientras que en la asignación directa de acciones, lo que prima son las consideraciones del presente.

#### ELEMENTOS DE LAS *STOCK OPTIONS*

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

##### 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. *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.

##### 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, queremos expresar que al hacer efectiva la opción, su titular celebrará un contrato de compra-venta de acciones con el emisor, y se transformará en accionista de la sociedad.

##### 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 esa forma, a medida que se incrementa 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 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 de 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 inversión. En todo caso, cabe advertir que la fijación del precio dependerá en último término de la coyuntura económica del momento.

De más está decir que, sea cual sea el caso, el titular de la opción solo 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.

##### 5. *Existencia de un plazo resolutorio*

Este elemento implica la fijación anticipada de un plazo resolutorio, durante el cual puede ejercerse el derecho de 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 opción a 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.

##### 6. *Por regla general se vincula el derecho de opción a 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.

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

##### 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 reflejará directa o indirectamente en el valor bursátil de la acción.

Concuera 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:

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

#### 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 *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 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 que 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.

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 favorecido a través de un beneficio económico consistente en adquirir acciones de sociedad anónima a un precio preferencial, es decir, inferior al de 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 solo 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 ese 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 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.

#### 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 solo 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 aún 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 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 predeterminado 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 ese caso, las opciones de acciones no cumplirán su propósito de incentivar la gestión, y por el contrario, pueden llegar a tener un efecto adverso desmotivador en el empleado.

En los tiempos actuales, el fenómeno de la nueva economía y el crecimiento espectacular del mercado accionario americano se ha enfriado, y en ese contexto, la duda que ha surgido respecto de las *stock options* en Estados Unidos es qué ocurre cuando esas opciones no tienen posibilidad de hacerse efectivas, ya sea porque no se produce la planificada apertura en 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 aquel títulos de esta, sino que más bien por sentirse el trabajador "dueño" de un proyecto que desarrolla.

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.

#### LAS 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. 40<sup>2</sup> 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

<sup>2</sup> Artículo 4°.- Se entiende por oferta pública de valores la dirigida al público en general o a ciertos sectores o a grupos específicos de este.

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.



constituir oferta pública de valores no se requerirá que las acciones y su emisor estén inscritos en el Registro de Valores de la Superintendencia (arts. 5º, 6º y 183 de la Ley Nº 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 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 quedó 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 solo regulaba las ofertas de acciones que las sociedades anónimas extranjeras realicen en el territorio chileno.

Posteriormente, las *stock options* fueron incorporadas a la Ley Nº 18.046 sobre sociedades anónimas por la Ley Nº 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, la existencia de los *stock options* facilitará 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”<sup>3</sup>.

Recientemente, el Ejecutivo promulgó dos leyes (Nº 19.768 que introduce adecuaciones de índole tributaria al mercado de capitales y flexibiliza el mecanismo de ahorro voluntario, y Nº 19.769 que flexibiliza las inversiones de los fondos mutuos y compañías de seguro, crea administradora general de fondos, facilita la internacionalización de la banca, y perfecciona leyes de sociedades anónimas y de fondos de inversiones) que contemplan una amplia liberalización del mercado de capitales chileno; circunstancia que fomentará el uso de *stock options* por parte de las compañías locales.

En esos cuerpos normativos hay dos medidas en particular, que tendrán un efecto positivo en la utilización de las compensaciones accionarias:

- se otorgan facilidades tributarias para la venta corta<sup>4</sup> o préstamos de valores al considerar como no constitutivo de renta el mayor valor que se produzca en la enajenación de bonos y acciones que cumplen el requisito de presencia bursátil<sup>5</sup>; y
- se exime del impuesto a la ganancia de capital al mayor valor obtenido en las enajenaciones de acciones de sociedades anónimas abiertas, siempre y cuando tales acciones cuenten con presencia bursátil, las transacciones se realicen en una bolsa de valores del país o

<sup>3</sup> “Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública”, Presentación del Ministro de Hacienda, Sr. Nicolás Eyzaguirre Guzmán, octubre 2000.

<sup>4</sup> Se define como “venta corta” la enajenación en bolsa de acciones que el vendedor no posee o aquella en que la liquidación se realiza con títulos obtenidos en préstamo, las cuales se compromete a restituir al prestamista.

<sup>5</sup> Se entenderá que “tienen presencia bursátil” aquellas acciones que cumplan con las normas para ser objeto de inversión de los fondos mutuos, de acuerdo a lo establecido en el Nº 1 del artículo 13º del Decreto Ley Nº 1.328, de 1976.

de acuerdo a las normas que regulan un proceso de oferta pública o en un proceso de colocación de acciones de primera emisión.

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

##### A. *Implementación a través de un 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 gozarán 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 solo 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.

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 quedará reducida 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 artículo 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 la empresa. También se puede colocar ese aumento en los planes de compensación para 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”<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> 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.

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:

- se aplica a todas las sociedades anónimas abiertas, esto es, a las que la Ley N° 18.046 define como tales en su art. 2º, 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;
- 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;
- los accionistas no podrán ejercer su opción preferente de suscripción respecto de la porción de acciones destinadas a las *stock options*;
- pueden ser beneficiados, 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;
- el plazo máximo para suscribir y pagar las acciones comprendidas en el plan de compensación es de cinco años.

Recientemente se ha aplicado por primera vez la disposición legal citada con un programa de *stock options*; y es así como el Banco de Crédito e Inversiones (BCI) comenzó a ofrecer el 31 de julio pasado a sus trabajadores la suscripción de opciones sobre acciones de la entidad a un precio preferencial. Las acciones destinadas a tales fines provienen de un aumento de capital, en que se reservó el 10% –proporción base máxima– de la nueva emisión a los trabajadores, más un porcentaje adicional que se originó a partir de la renuncia del socio mayoritario a su derecho de suscripción preferente. En lugar de otorgar créditos a los empleados, el Banco dispuso planes de financiamiento con cargo a futuras indemnizaciones laborales, con el objeto de promover el ejercicio de la opción con la consecuente adquisición de las acciones<sup>7</sup>.

#### *B. Implementación a través de la recompra de acciones de propia emisión*

Esta modalidad de implementación se encuentra contemplada en el nuevo 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.

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

- 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.
- Que sea acordado por junta extraordinaria de accionistas por las dos terceras partes de las acciones emitidas con derecho a voto.
- 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 esta última que podrá delegar en el directorio.
- Que la duración del programa de recompra no exceda tres años.
- Que la adquisición se haga solo hasta por el monto de las utilidades retenidas.

<sup>7</sup> Diario El Mercurio, Cuerpo Enfoques, del 6 de mayo de 2001: "Esbozos de un Capitalismo Popular".

- Que la oferta de adquisición se haga en proporción al número de acciones de cada serie de acciones, que tenga transacción bursátil, en su caso.
- 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.
- Que las acciones objeto de la recompra estén totalmente pagadas y libres de todo gravamen o prohibición.
- 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 solo 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 período 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.

- 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 quedará disminuido de pleno derecho.

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

- El valor de las acciones propias en cartera se deducirá del capital básico para todos los efectos legales, reglamentarios y normativos.
- 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. 27 D letra b en relación al art. 56, 66 y 84 de la Ley General de Bancos).
- La adquisición de acciones propias requerirá la aprobación de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, que solo 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 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 se 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 solo las sociedades anónimas cuyas acciones tengan transacción bursátil podrán recomprar acciones de emisión propia. Si la sociedad anónima 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.

En definitiva, podemos constatar que la legislación chilena ha incorporado las *stock options* de un modo bastante limitado, restándole a la institución la flexibilidad que la caracteriza en otros países. Así, los plazos legales restringen bastante el marco operatorio. Tampoco se contempla su uso para empresas emergentes actualmente cerradas, aun cuando tengan planes próximos para abrirse al mercado de valores a través de una oferta pública de sus acciones.

#### LAS STOCK OPTIONS EN LA ADMINISTRACIÓN DE RECURSOS HUMANOS

Para el derecho laboral y la administración de los recursos humanos, el sistema de opciones accionarias es un medio alternativo 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 (fomento del trabajo en equipo) pueden retribuirse, y concretamente nos estamos refiriendo 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 estas 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 solo a la permanencia del directivo en la empresa, sino también al cumplimiento de objetivos concretos como los mencionados ("*performance zares*" o acciones condicionadas a resultados).

¿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 (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 o de una vivienda, o 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.

#### LAS STOCK OPTIONS EN EL DERECHO LABORAL CHILENO

Desde una perspectiva jurídico-laboral, las opciones sobre acciones están estrechamente entrelazado con el rol que ellas tienen en la administración de recursos humanos. En

efecto, las *stock options* también aquí se presentan esencialmente como elemento de compensación o incentivo.

Por tratarse de una institución eminentemente nueva en nuestra legislación, ni las opciones sobre acciones ni sus respectivos planes de compensación se mencionan por nuestra legislación laboral. Tampoco hay jurisprudencia judicial sobre el tema. Hasta la fecha, solo existe un dictamen de la Dirección del Trabajo que comenta un problema de máximo interés y que analizaremos a continuación: si las compensaciones accionarias poseen o no carácter remunerativo.

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.

Sabemos que el artículo 41 del Código del ramo define lo que ha de entenderse por remuneración como “las contraprestaciones en dinero y las adicionales en especie avaluables 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:

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

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 sí 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 de 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, solo 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, aún 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– constituyó un desembolso patrimonial para el empleado.

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 solo 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, solo quedará afecta al Impuesto Único de Segunda Categoría (artículos 42 y siguientes del DL 824) 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 calendario, 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).

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 letras a y b del Código del Trabajo).

#### CONCLUSIÓN

Estamos conscientes de lo novedoso que resulta tratar el tema de las *stock options* en Chile: recién en diciembre de 2000 fue establecido por ley en nuestro país y la aplicación que se le ha dado se restringe a algunos casos aislados. Seguramente en el futuro, podremos observar una mayor penetración de esa institución. No obstante, hay que advertir que la aplicación no va a ser masiva en el mundo empresarial chileno, ya que legalmente se reserva solo a las sociedades anónimas abiertas, y estas constituyen una minoría entre todas las organizaciones empresariales existentes.

No cabe duda que introducir las *stock options* a la legislación chilena ha sido un primer paso importante, tanto para agregar un instrumento flexible a las formas de remuneración variable, como para dinamizar el mercado de valores local.

Esperamos haber dejado en claro que las opciones accionarias constituyen un sistema de compensación, que beneficia tanto a la empresa como a sus dependientes. Contrario a lo que comúnmente se piensa, estas opciones, en sí, no pueden llegar a perjudicar patrimonialmente a los trabajadores, ni tampoco involucran un riesgo de pérdida para ellos. El único riesgo se produce una vez que el trabajador se convierta en accionista, puesto que a partir de ese instante estará expuesto, como todo accionista, a la variabilidad del curso de la acción que resulta impredecible debido a los diversos factores que influyen en él. Prevenir pérdidas patrimoniales en ese caso, debe ser también responsabilidad del empleador, el cual tendrá que suministrar amplia información e instrucción respecto de lo que significa ser accionista de

una sociedad anónima abierta. Por lo mismo, las *stock options* no deberían reemplazar la remuneración existente, sino que más bien emplearse como un “premio” adicional.

Muchos aspectos quedaron sin profundizar en este artículo; interesantes cuestiones que pudieran nutrir futuros debates doctrinarios, como por ejemplo, ¿se podrá considerar remuneración las opciones ejercidas sobre acciones que provengan de una empresa relacionada con el empleador, y que fueron otorgadas directamente por aquel al trabajador?, ¿cuál será el tratamiento tributario en ese caso?

Asimismo, ameritan un tratamiento más detallado las implicaciones jurídicas del *repricing*, la tributación de las *stock options* (incluyendo el caso cuando sean otorgadas por una empresa matriz internacional, respecto de acciones que se cotizan en bolsas extranjeras).

Finalmente, en consideración a los diversos aspectos multidisciplinarios tratados en el presente trabajo, insistimos una vez más que los temas económicos y empresariales deben estudiarse con un enfoque integral, evitando dar visiones parciales y unidisciplinarias que sean calificadas de inconsistentes o incompletas por los profesionales de otras disciplinas.

#### BIBLIOGRAFÍA

- AGGARWAL, Rajesh K. y SAMWICK, Andrew A.: “Performance Incentives within Firms: The Effect of Managerial Responsibility”, año 2000, Working Paper disponible en <http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/raj.aggarwal/perf0001.pdf>
- AGGARWAL, Rajesh K.: “Pagando a los ejecutivos en intereses accionarios”, artículo publicado en la serie *Mastering Management* editada por El Diario y Financial Times.
- BREALEY, Richard y MYERS, Stewart: “Fundamentos de Financiación Empresarial”, 4° Ed., McGraw-Hill.
- COPELAND, Thomas y WESTON, Fred: “Financial Theory and Corporate Policy, 3° Ed., Assison-Wesley Publishing Company.
- Comisión de Hacienda del Senado: Segundo Informe 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.
- Congreso de Chile, Actas de sesión de la Cámara de Diputados y del Senado, página web <http://www.congreso.cl>
- CHIAVENATO, Idalberto: “Administración de recursos humanos”, 2° Ed., McGraw-Hill.
- FRANK, Robert H.: “Microeconomía y conducta”, McGraw-Hill.
- PUELMA ACCORSI, Álvaro: “Sociedades”, Tomo II, Editorial Jurídica de Chile, pág. 470.
- Revista América Economía: “Adiós al sueldo fijo”, págs. 36 y siguientes, edición del 28 de junio de 2001.
- Superintendencia de Valores y Seguros - Chile, página web <http://www.svs.cl>
- VILDÓSOLA E., Patricia: “Esbozos de un Capitalismo Popular”, Diario El Mercurio, Cuerpo Enfoques, 6 de mayo de 2001.