

Opciones sobre acciones (“stock options”): una propuesta contra el problema del principal-agente

Guillermo Ferrer¹

Sumario: La presente ponencia analiza a las opciones sobre acciones o “*stock options*” como una herramienta práctica y eficiente para mitigar los efectos del problema del principal-agente. A partir de un enfoque entre Derecho, economía y finanzas se identifican las principales ventajas y desventajas del instituto junto con su potencial aplicabilidad en el contexto jurídico y empresarial argentino.

Palabras clave: Principal-agente; asimetría de información; alineación de incentivos; opciones; administradores

1) Introducción: El problema del principal agente-agente en el derecho societario

En 1776 Adam Smith advirtió que los agentes económicos actúan por interés individual, esforzándose para mejorar su situación personal, maximizando su función de utilidad en lo que se conoce como “egoísmo racional”. Esto no escapa a las relaciones internas en una sociedad, sino que por el contrario es una de las razones económicas que motivan la existencia del Derecho Societario, el cual persigue evitar comportamientos oportunistas y desleales de los socios y/o de los administradores.²

Dos siglos después de la publicación de la obra del economista escocés, Michael Jensen y William Meckling señalaron al problema del “principal-agente” como uno de los objetos de estudio más importante del análisis económico del Derecho Societario.³

A partir de ello, corresponde mencionar que el aludido problema surge cuando el bienestar de una de las partes (el principal, el socio) depende de la actividad y gestión que lleve a cabo otra persona (el agente, el administrador), quienes no cuentan con la misma información -tengamos en cuenta que el socio puede no estar involucrado en la operación diaria de la sociedad mientras que el administrador sí- y cuyos intereses incluso pueden ser contrapuestos.

Así, estamos ante una de las manifestaciones de la información asimétrica como falla de mercado. En una situación de competencia perfecta -un ideal que solo existe como modelo- las partes intervinientes tienen toda la información relevante para tomar decisiones (información perfecta) o al menos la misma, aunque esta no sea completa (información simétrica). Sin embargo, lo que en la

¹ Guillermo Ferrer, Abogado (Facultad de Derecho – Universidad Nacional de Rosario). Maestrando en Derecho y Economía (Universidad Torcuato di Tella – Buenos Aires). Aspirante a adscripto Cátedra B “Personas Jurídicas” (Facultad de Derecho – Universidad Nacional de Rosario). Estudio Jurídico Baravalle & Granados (Rosario).

² Incluso se ha llegado a señalar que el objetivo principal del Derecho Societario es neutralizar tales actos y reducir los costos que ellos generan. REYES VILLAMIZAR, Francisco. *Análisis económico del Derecho Societario*. Astrea, Buenos Aires, p.52

³ JENSEN, Michael C. y MECKLING, William H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of financial economics, volumen Nº 3, pp. 305-360

realidad ocurre es que los individuos que intervienen en una transacción tienen acceso a distinto tipo de información, contando uno con más que el otro (información asimétrica). A partir de este supuesto y siguiendo a Usategui “*la parte no informada no observa algo que hace la parte informada y que afecta a ambas partes. En general, diremos que la parte informada realiza un nivel de esfuerzo que la otra parte no observa y, hay, por tanto, un problema de acción oculta.*”⁴

Por otra parte, tanto el principal como el agente son seres racionales que buscan maximizar su utilidad, por lo que “*existen razones para pensar que el agente no siempre actuará en interés del principal*”⁵. Es decir que los incentivos de cada parte pueden estar desalineados.

La Ley General de Sociedades (en adelante, “LGS”) prevé mecanismos para evitar los problemas del “principal-agente” o bien del “principal-principal” (accionistas mayoritarios vs accionistas minoritarios) tales como los consagrados en el artículo 59 en la medida en que se obliga a los administradores y representantes de la sociedad a que obren con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios *so pena* de ser responsables ilimitada y solidariamente por los daños y perjuicios que resultaren de su acción u omisión, en el artículo 272 (“Interés contrario”), 273 (“Actividades en competencia”) y 274 (“Mal desempeño en el cargo”), entre otros.

Sin embargo, ellos no escapan de sus propias dificultades prácticas las cuales exceden al contenido de la presente. Es por lo que el propósito de esta ponencia es analizar una solución de mercado que permita la alineación de incentivos: las opciones sobre acciones o *stock options*.

2) Aproximación conceptual a las Stock Options

Cuando se habla de *stock options* necesariamente debemos hacer alusión a las mismas como una opción, un derivado. Un derivado es un instrumento financiero cuyo valor depende de otro activo denominado subyacente. Una opción es un contrato por el que una parte (“el tomador”) tiene el derecho, pero no la obligación, de comprar (“*call*”) o vender (“*put*”) a otra (“el lanzador”) un activo subyacente a un plazo de ejercicio (“*strike*”), dando o recibiendo una suma de dinero a cambio (“prima”).^{6 7}

El lanzador no tiene derecho a decidir la compra o la venta, sino que tiene la obligación de aceptar la voluntad del tomador. Es por ello que el tomador debe abonar al comienzo la prima (el precio de la opción) la que no se le reembolsará ejerza o no su derecho. Uno de los rasgos más importantes en las opciones es que el precio del subyacente ya se encuentra previamente fijado, motivo por el que al momento del *strike*, el tomador analizará si le conviene o no ejercer la opción en la medida en que le resulte un rédito económico, lo que ocurre cuando se supere aquello que pago de prima.

A partir de esta breve introducción, se define a las *stock options* como el contrato que celebrará la sociedad en su carácter de lanzador con un administrador (o bien con un empleado) como tomador otorgándole como remuneración a este último el derecho de adquirir acciones de la propia sociedad a un precio predeterminado que podrá ejercitar o no en un plazo relativamente prolongado en el tiempo.

4 USATEGUI, José María. *Información asimétrica y mecanismos de mercado*. Revista Ekonomiaz volumen Nº 45, 1999, p. 118.

5 JENSEN, Michael C. y MECKLING, William H. *Ob cit.*, p. 305

6 GAYOL, Pablo. *Contrato de opción y opción de concluir un contrato*. La Ley AR/DOC/2125/2015, 2015, p.2

El contrato que se instrumente entre la sociedad y el administrador contendrá -entre otras- disposiciones sobre: (i) el número de acciones que el tomador pueda adquirir; (ii) el valor al que podrá comprarlas una vez que ejerza su derecho; (iii) el término durante el cual estará vigente la opción; (iv) el plazo en que operará el eventual período de adquisición progresiva del derecho a ejercer la opción, el cual puede condicionarse a la permanencia en el cargo o al cumplimiento de objetivos específicos (“*vesting*”); (v) el establecimiento de un plazo inicial durante el cual no se adquiere ningún derecho bajo la opción, liberándose un primer tramo de manera íntegra una vez cumplido dicho plazo (“*cliff*”) y; (vi) una condición resolutoria respecto de los derechos en caso de la extinción de su rol como administrador.⁸

Como hemos señalado anteriormente, las *stock options* surgen como una alternativa de mercado tendiente a mitigar los efectos del problema del “principal-agente”. Esto es así porque a un precio predeterminado le permite al administrador comprar las acciones en el futuro por un valor inferior al de mercado al momento del *strike* en la medida en que su gestión haya impulsado en todo o en parte esa revalorización.

Es entonces un mecanismo que premia a aquellos administradores que han hecho su trabajo correctamente, maximizando los beneficios de la sociedad y por ende aumentado su valor. En otras palabras, “*no se recibe dinero líquido hasta que el ejecutivo [el administrador] ejerce su opción sobre las acciones, siempre que éstas se revaloricen en el futuro. Entonces, la retribución vendrá dada por la diferencia entre la cotización de mercado de las acciones y el precio de compra garantizado para las mismas*”.⁹

Por tanto los administradores cuentan con “*incentivos de alto poder*”¹⁰ para procurar que el valor de las acciones aumente, por lo que mientras más eficiente e innovador sea su labor mayor será el beneficio económico que podrá obtener una vez que se llegue al momento de ejercer la opción. De esta manera se genera una herramienta que permite la fidelización de los administradores a mediano/largo plazo y evita el “*cortoplacismo*”¹¹ de otros sistemas de remuneración tales como los bonos anuales.

Ahora bien, las *stock options* también presentan desventajas. Se advierte que este mecanismo de remuneración incentiva a su vez lado la toma de decisiones poco responsables y/o éticas que pueden lograr un rápido aumento en el valor de la empresa y por ende de las acciones, pero de manera artificial y no sostenible.¹²

Asimismo, otro aspecto negativo a tomar en cuenta es la dilución que genera en los otros socios la emisión de nuevas acciones que deba hacerse a los fines de poder retribuir con tales al administrador que ejerció la opción. Como explica la doctrina especializada, “[e]n efecto, la necesidad de aumentar, muchas veces de modo sustancial, el número de acciones en circulación producirá un efecto sobre el porcentaje y el valor de las acciones que están en poder de los demás accionistas. En particular, la pérdida de valor se origina en el hecho de que el administrador que suscribe las nuevas acciones emitidas las paga a un valor inferior al que éstas tienen en el

8 REYES VILLAMIZAR, Francisco. *Ob. cit.*, p. 73 y DAMODARAN, Aswath. *Employee stock options (ESOPs) and restricted stock: Valuation effects and consequences*. New York University – Stern School of Business, 2005 9 MELLE HERNÁNDEZ, Mónica. *Incentivos a la dirección y gobierno de empresas: el caso de las stock options*. Estudios financieros, N° 214, 2001, p. 4. La aclaración es propia. 10 REYES VILLAMIZAR, Francisco. *Ob. cit.*, p. 73 11 MELLE HERNÁNDEZ, Mónica. *Ob. cit.*, p. 214 12 REYES VILLAMIZAR, Francisco. *Ob. cit.*, pp. 73-74

mercado”.¹³ Sobre lo anterior retomaremos más adelante cuando analicemos el por qué este instituto no está tan desarrollado en la Argentina como sí en otras jurisdicciones.

Contra esta consecuencia claramente disvaliosa para el resto de los socios una posible solución es que se no le permita al administrador adquirir acciones propiamente dichas de la sociedad sino otro instrumento no previsto por la legislación argentina, conocidas como las *phantom shares* (“acciones fantasma”). En apretada síntesis, estos son títulos que replican los derechos económicos de las acciones, pero sin otorgarle a la persona titular de ellos el carácter de socio y sin que deba realizarse un aumento de capital para poder adjudicarlos.¹⁴

Ahora bien, esto no será la solución óptima en todos los escenarios pues es razonable pensar que en determinados supuestos en los que se estructuren *stock options*, el administrador no solo querrá acceder a los derechos económicos sino también a los políticos y poder influir la gestión de la sociedad también desde el órgano de gobierno y con votos.

Tras haber caracterizado a las *stock options* junto con sus principales elementos, a continuación se desarrollará su potencial implementación práctica en nuestro país.

3) Implementación práctica de las Stock Options en Argentina

La literatura sobre análisis económico del Derecho Societario suele señalar que a partir de la composición y dispersión del capital existen dos grandes tipos de sociedades: las de capital difuso y las de capital concentrado.¹⁵

Las primeras se correspondan con aquellas sociedades “*generalmente bursátiles, integradas por un elevado número de socios ‘pasivos’ (frecuentemente titulares de una participación pequeña, dispersa geográficamente y normalmente más preocupados por la rentabilidad de su capital invertido en acciones que por los asuntos de la sociedad) y los denominados socios ‘activos’ (normalmente también titulares de una pequeña participación en el capital de la sociedad, pero con la mayoría en las juntas generales de la sociedad mediante las distintas técnicas de captación de voto (...), que concentran en sus manos todo el poder económico de la empresa y por esta vía deciden el rumbo y destino de la empresa*”¹⁶. Este es el tipo que predomina en el mundo anglosajón y se caracteriza por la separación entre propiedad y control, dado fundamentalmente por la oferta pública de sus acciones en los mercados de capitales.

Por su parte, las segundas -las de capital concentrado- son aquellas que responden a la idiosincrasia del Derecho Continental, en donde la titularidad de las acciones del principal o principales socios supera el cincuenta por ciento (50%) de aquellas en circulación.¹⁷ En nuestro país, el noventa y nueve punto tres por ciento (99,4%) de las empresas son PYMES, de las cuales casi tres cuartas partes son empresas familiares con el capital concentrado prácticamente en la totalidad de los socios fundadores o sus herederos.¹⁸

13 Ibidem, p.74

14 DIAI, Liangtie. *The study on incentive mode design of pay-through PE*. American Journal of Industrial and Business Management, volumen 3, N° 2015, pp. 187-192.

15 REYES VILLAMIZAR, Francisco. *Ob. cit.*, pp. 23-24.

16 Ibidem, p.24 17 Ibidem, p.25

18 MINISTERIO DE ECONOMÍA. *Las PYMES argentinas generaron 140.000 puestos de trabajo en el primer semestre*. Disponible en: <https://www.argentina.gob.ar/noticias/las-pymes-argentinas-generaron-140000-puestos-de-trabajo-en-el-primer->

Se indica que propuestas como las *stock options* no se han desarrollado extensamente en Argentina debido a esta situación.

Además, el sistema financiero local es sumamente pequeño incluso respecto a otros países de la región, en el que solamente ochenta y tres (83) empresas cotizan actualmente sus acciones en BYMA (“Bolsas y Mercados Argentinos”), el mercado de capitales más importante en este sentido de nuestro país.¹⁹

Incluso se señala que en Argentina el régimen de *stock options* no se encuentra ampliamente difundido por componentes culturales, tanto de las empresas al no ser usual la entrega de sus acciones a sus directivos y/o empleados, como así también de estos últimos de realizar operaciones en el mercado de capitales, sin perjuicio de que en los últimos años haya crecido significativamente la cantidad de inversores.²⁰

No obstante ello, no podría decirse que el instituto analizado necesite como requisito indispensable para su implementación que se trate de una gran empresa cuyas acciones estén sometidas al régimen de oferta pública o de una sucursal de una multinacional siguiendo su política corporativa global. Por tanto, no hay una relación directa y necesaria entre sociedades de capital difuso, cotización de sus acciones en el mercado de capitales y *stock options*, sin desmerecer que un mercado de capitales desarrollado proporciona más liquidez y facilita una cuestión tan importante como es la valuación permanente de las acciones de la sociedad.

Es perfectamente posible la implementación de esquemas de opciones sobre acciones en *startups* para captar y retener administradores profesionales y experimentados, capaces de liderar proyectos a mediano y largo plazo orientados al crecimiento sostenible del emprendimiento y recompensarlos posteriormente con la posibilidad de adquirir acciones mediante la modalidad bajo comentario.

Por otra parte, no resulta descabellado plantear la adopción de *stock options* en empresas familiares como un mecanismo para agilizar -de manera gradual- la incorporación como socios de las nuevas generaciones, como así también retener a administradores y/o gerentes profesionales altamente capacitados no integrantes del núcleo familiar pero cuya permanencia resulta necesaria para el bienestar y crecimiento de la empresa.

Sin embargo, el artículo 194 de la LGS establece una disposición que limita -o al menos entorpece- la utilización del instituto objeto de esta ponencia. Dicha norma reconoce a los socios su derecho inherente a suscribir preferentemente y de acrecer. Entonces, cuando sea necesario emitir nuevas acciones para atender el pago de la opción ya ejercida, los socios tienen el derecho absoluto e inderogable²¹ (aunque no de orden público)²² de que no se les vea reducida su participación, continuando con el número de votos inalterado respecto de antes del aumento debiendo ofrecérseles

[trimestre?utm_source=chatgpt.com](https://www.iadef.org/3-de-cada-4-empresas-en-la-argentina-son-empresas-familiares-entrevista-a-natalia-christensen/?utm_source=chatgpt.com). INSTITUTO ARGENTINO DE LA EMPRESA FAMILIAR. 3 de cada 4 empresas en la Argentina son empresas familiares. Disponible en: https://www.iadef.org/3-de-cada-4-empresas-en-la-argentina-son-empresas-familiares-entrevista-a-natalia-christensen/?utm_source=chatgpt.com

19 BOLSAS Y MERCADOS ARGENTINOS S.A. *Empresas listadas*. Disponible en <https://www.byma.com.ar/financiarse/paraemisoras/empresas-listadas> 20^B BOLSAS Y MERCADOS ARGENTINOS S.A. *En enero-junio 2024, las cuentas comitentes abiertas en Caja de Valores crecieron un 87%*. Disponible en: <https://www.byma.com.ar/newsroom/en-enero-junio-2024-las-cuentas-comitentes-abiertas-encaja-de-valores-crecieron-un-87> 21 ROITMAN, Horacio. *Ley General de Sociedades comentada y anotada. Tomo IV*. La Ley, Buenos Aires, 2022, p. 407 22 *Ibíd*em, p. 407

en primer lugar la suscripción de estas nuevas acciones.²³ Además esto deriva en el derecho de acrecer, es decir la prelación que tienen los socios como consecuencia de la preferencia ya ejercida y que se pierde si no se hizo uso de ella.²⁴

Todo ello es sin perjuicio de que la sociedad resuelva excluir tales derechos para un aumento en concreto (vale decir, el que deriva luego de ejercitada la opción)²⁵ ya que no se está frente al supuesto de excepción del artículo 197 de la LGS, que limita los aumentos de capital sin derecho de preferencia y de acrecer cuando el mismo se haga con aportes en especie o mediante la capitalización de deudas²⁶. Este es un criterio rígido que consideramos debiera reverse a los fines de dotar de mayor flexibilidad al régimen societario, otorgando más libertad a las partes y permitiendo la adopción de mecanismos que alinean incentivos, reducen costos de agencia y de transacción como el aquí planteado.

4) **Conclusión**

Las opciones sobre acciones o *stock options* constituyen un mecanismo eficiente para mitigar los efectos del problema del principal-agente, alineando incentivos, facilitando la creación de valor a mediano/largo plazo y la fidelización de capital humano valioso.

Pese a que en la Argentina su uso sea limitado y poco difundido dado lo acotado del mercado de capitales, aspectos de cultura empresarial y de educación financiera como así también por restricciones previstas por la LGS, su implementación es posible en sociedades no cotizantes a partir de una adecuada estructuración societaria y contractual.

Esta propuesta es útil y atractiva para *startups*, empresas familiares y otros tipos de emprendimientos, pues les permite a las sociedades fortalecer sus políticas de gobierno corporativo, atraer mayores y mejores inversiones, profesionalizar a sus administradores y facilitar procesos de transición generacional. Para ello es necesario superar las barreras culturales y normativas para incorporar en el Derecho argentino una práctica utilizada con éxito internacionalmente y eficiente sin dejar de lado lo positivo de la idiosincrasia de nuestro sistema legal y empresarial.

5) **BIBLIOGRAFÍA**

- BOLSAS Y MERCADOS ARGENTINOS S.A. *Empresas listadas*.
- BOLSAS Y MERCADOS ARGENTINOS S.A. *En enero-junio 2024, las cuentas comitentes abiertas en Caja de Valores crecieron un 87%*.
- BÜNSOW, Federico. *Mercado de capitales*. La Ley, Buenos Aires, 2012.
- DAMODARAN, Aswath. *Employee stock options (ESOPs) and restricted stock: Valuation effects and consequences*. New York University – Stern School of Business, 2005.
- DIAI, Liangtie. (2015). *The study on incentive mode design of pay-through PE*. American Journal of Industrial and Business Management, volumen 3, N° 2015.

23 Ibidem, p. 409 24 Ibidem, P. 423 25 Ibidem, p. 410 26 Ibidem, p. 456

- GAYOL, Pablo. *Contrato de opción y opción de concluir un contrato*. La Ley AR/DOC/2125/2015, 2015.
- JENSEN, Michael C. y MECKLING, William H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of financial economics, volumen N° 3.
- MELLE HERNÁNDEZ, Mónica. *Incentivos a la dirección y gobierno de empresas: el caso de las stock options*. Estudios financieros, N° 214, 2001.

- MINISTERIO DE ECONOMÍA. *Las PYMES argentinas generaron 140.000 puestos de trabajo en el primer semestre.*
- REYES VILLAMIZAR, Francisco. *Análisis económico del Derecho Societario.* Astrea, Buenos Aires, p.52.
- ROITMAN, Horacio. *Ley General de Sociedades comentada y anotada. Tomo IV.* La Ley, Buenos Aires, 2022.
- USATEGUI, José María. *Información asimétrica y mecanismos de mercado.* Revista Ekonomiaz volumen N° 45, 1999.