

PAGOS BASADOS EN ACCIONES: CONCEPTO, ÁMBITO DE APLICACIÓN Y METODOLOGÍAS DE VALORACIÓN

Vernor Mesén Figueroa ¹

ÍNDICE

Resumen	278
Palabras claves	278
Abstract	278
Key words	278
Introducción	279
Generalidades de los pagos basados en acciones:	279
Concepto:	279
Ámbitos de Aplicación de los Pagos Basados en Acciones:	279
Ventajas y Desventajas para las Empresas Derivadas de los Pagos Basados en Acciones	280
Difusión de los Pagos Basados en Acciones	281
Metodologías de valoración de pagos basados en acciones	282
Metodologías de valoración de acciones	282
<i>Modelo de Crecimiento Cero</i>	282
<i>Modelo de Crecimiento Constante</i>	282
<i>Modelo de Valuación del Flujo Libre de Efectivo</i>	282
<i>Valor Económico Agregado (EVA)</i>	283
Metodología de valoración de opciones sobre acciones	284
<i>Modelo de Black-Scholes-Merton</i>	284
Conclusiones	284
Bibliografía	285

1 Máster en Economía con énfasis en Economía Empresarial, Profesor Asociado de la UCR y del Instituto Tecnológico de Costa Rica

RESUMEN

La constante evolución de las prácticas empresariales ha hecho que los gerentes y administradores de las empresas, hayan optado por crear novedosas opciones por medio de las cuales puedan interactuar con terceras partes, es así como surgen los pagos basados en acciones, mecanismo que resulta ser una interesante opción por medio de la cual las entidades logran no sólo remunerar de forma atractiva y competitiva a sus empleados y proveedores, sino que también les permiten la oportunidad de establecer vínculos de largo plazo con estos, condición que finalmente resulta ser uno de sus factores claves para el éxito empresarial.

En la práctica, los pagos basados en acciones pueden ser realizados por una empresa entregando de forma directa a sus colaboradores y suplidores de bienes y servicios acciones u opciones para la adquisición futura de acciones, lo anterior a cambio del logro de los objetivos propuestos por la empresa. Como es de suponer los objetivos cuyo cumplimiento da origen a los pagos basados en acciones son tan diversos como los son la naturaleza de cada entidad y por ende las condiciones específicas pactadas en cada uno de los acuerdos suscritos entre esta y sus empleados y proveedores.

Considerando lo expuesto en los párrafos precedentes, el presente artículo tiene como objetivo abordar las generalidades del concepto de pagos basados en acciones así como el reseñar cuáles son los ámbitos en que dicho instrumento financiero es más comúnmente utilizado por los altos mandos empresariales. Como complemento de lo anterior, este artículo estudia los diferentes modelos que una entidad puede utilizar para determinar el costo financiero en que ésta debe incurrir cuando promueve un programa de pagos basados en acciones a favor de sus empleados, sus proveedores o ambos. Es así como mi estudio abarca el análisis de los diferentes métodos que existen para la valoración tanto de acciones como de las opciones que una entidad brinda a terceros para la adquisición futura de sus acciones.

PALABRAS CLAVES: ACCIONES, OPCIONES SOBRE ACCIONES, MODELOS DE VALORACIÓN, EMPLEADOS, PROVEEDORES

ABSTRACT

The constant evolution of business practice has caused that the companies' managers and administrators, have chosen to create innovative options to interact with third parts. Therefore, equity options arise, turning out as an interesting option, not only to reward their employees and suppliers in an attractive and competitive form, as well as the opportunity to establish long term bonds, condition that finally turns out into the enterprise success.

In fact, the equity options can be realized by a company, giving directly to its employees and suppliers stock options as a reward when objectives are accomplished. As it can be expected, this decision may vary according to the specific conditions settled between the parts, and can be as diverse as every company nature.

Taking the above in consideration, this article pretends to approach the concept of equity options as well as reviewing the scope where is frequently used. As a complement, this article studies different models that an organization can use to determine the financial cost incurred to apply this method. Subsequently, my study includes the analysis and evaluation of different schemes, offered to third parties for the future acquisition of its stocks.

KEY WORDS: STOCK, EQUITY OPTIONS, CAPITAL ASSETS, EMPLOYEES, SUPPLIERS

INTRODUCCIÓN

Durante las últimas décadas la teoría administrativa se ha visto enriquecida por el surgimiento de una gran variedad de nuevos instrumentos financieros, entre los cuales se destacan los pagos basados en acciones. Esta nueva metodología de pago tiene por objeto involucrar a empleados y proveedores en el logro de los objetivos empresariales y por consiguiente busca el establecimiento de un vínculo profundo y de largo plazo entre la empresa y algunos de los principales componentes de su entorno.

Al no ser una práctica tan difundida en América Latina y en especial en nuestro país, nuestros gerentes y administradores no cuentan el conocimiento y la experiencia requeridos para maximizar las ventajas que este nuevo mecanismo de pago le puede aportar a las operaciones que sus entidades realizan de forma rutinaria tanto con sus colaboradores como con sus suplidores de bienes y servicios. Un segundo factor no menos importante que el primero, es que para poder implementar un esquema de pagos basados en acciones se requiere que la entidad esté en disposición de abrir su capital a la participación de terceros, condición que las entidades costarricenses normalmente no cumplen ya que un alto porcentaje de nuestras empresas son de carácter familiar y en consecuencia de capital cerrado.

En el presente artículo se desarrollará el tema de los pagos basados en acciones, enfatizando en las generalidades de la temática, los ámbitos de su aplicación y las metodologías generalmente utilizadas para la valoración de acciones y opciones sobre acciones.

GENERALIDADES DE LOS PAGOS BASADOS EN ACCIONES

Concepto

Este tipo de instrumento financiero fue introducido en las últimas cuatro décadas a la teoría de la administración de empresas, y no es otra cosa más que una forma de remuneración a personas y entidades que son claves

para el éxito de una empresa. Los beneficiarios de dichas prestaciones pueden ser miembros internos o externos de la entidad, por ejemplo ejecutivos, directores, gerentes, así como proveedores.

El objetivo principal de los pagos con acciones es mantener con los beneficiarios un vínculo permanente y sólido a través del tiempo, logrando a su vez el involucramiento de éstos en el logro de los objetivos y metas de la empresa.

En términos conceptuales, la Norma Internacional de Información Financiera No. 2, *Pagos Basados en Acciones*, define los pagos basados en acciones como “un acuerdo entre la entidad y un tercero (que puede ser un empleado) para establecer una transacción con pagos basados en acciones, que otorga el derecho a la contraparte a recibir efectivo u otros activos de la entidad, por importes que se basan en el precio de las acciones de la entidad o en otros instrumentos de patrimonio de la misma, o a recibir instrumentos de patrimonio de la entidad, bajo el supuesto de que si existen condiciones para su consolidación (irrevocabilidad) de la concesión, éstas se cumplen” (Federación Internacional de Contabilidad, 2009, pág. 213)

ÁMBITOS DE APLICACIÓN DE LOS PAGOS BASADOS EN ACCIONES

A continuación se desarrollarán con más detalle los dos ejemplos más comunes de pagos basados en acciones, en la primera clasificación se encuentran los pagos a empleados y en la segunda los pagos a proveedores; así como una descripción de la forma en que las empresas administran este tipo de remuneraciones tan particulares.

Pagos a empleados

Producto de las prácticas modernas de administración y derivado de la Administración por Objetivos (APO), “propuesta originalmente por Peter Drucker hace más de 40 años como una forma de utilizar las metas para motivar a la gente en lugar de controlarla” (Robbins,

1999, p.204), un elevado porcentaje de empresas a nivel mundial ofrecen a sus empleados dentro de sus paquetes de remuneración y motivación la posibilidad de adquirir acciones de la empresa. El objetivo de estos planes es motivar al empleado a comprometerse con las metas de la compañía y de este modo beneficiarse de forma directa por los logros de esta.

Los programas mediante los cuales los empleados tienen la posibilidad de adquirir acciones operan bajo dos modalidades: *Planes de Propiedad de Acciones para el Empleado* o *Planes de Opciones sobre Acciones para Empleados*. A continuación se detalla cada uno de ellos:

Plan de Propiedad de Acciones para el Empleado (PPAE): son planes establecidos por las empresas en los cuales el empleado adquiere acciones como parte de sus prestaciones. La forma más común de operación de estos planes es mediante la creación de un fideicomiso de propiedad de acciones para el empleado, en dicho fideicomiso la empresa proporciona acciones o efectivo para la compra de acciones. Mientras el empleado labore en la empresa no puede tomar posesión física de las acciones ni las puede vender, estas se mantienen en el fideicomiso creado para este fin, hasta el momento en que el empleado se marcha de la empresa puede disponer de las acciones a su conveniencia.

- *Planes de opciones sobre acciones para empleados*: “son una forma de remuneración variable en la que la empresa ofrece a todos o algunos de sus directivos o empleados, una opción de compra sobre un número determinado de acciones de la empresa (o del grupo) en una fecha futura (o en un periodo hasta la fecha de vencimiento), a un precio de ejercicio fijado de antemano”, (Argandoña, 2000, pág. 4.), sujeto a la consecución de objetivos determinados por la empresa, como incremento de ventas, incremento del valor de la acción, entre otros. Para poder ejercitar la opción de compra el empleado debe permanecer en la empresa al menos el periodo mientras vence la opción, de lo contrario perderá el derecho de compra. Al momento del vencimiento de la opción la empresa

emite la acciones, entre mayor sea el precio de la acción en el mercado en comparación con el precio de ejercicio de la opción, mayor será la ganancia que obtenga el empleado al ejercer la opción de compra.

- Es importante distinguir entre las opciones de acciones para empleados y las opciones que se negocian en los mercados de derivados, aunque básicamente las opciones sobre acciones entregadas a los trabajadores y las opciones sobre acciones ordinarias siguen una misma lógica, ciertos factores distinguen a las primeras. Una de las diferencias más importantes es que las opciones sobre acciones que se negocian públicamente suelen ser instrumentos financieros estandarizados. Por otra parte, las opciones sobre acciones entregadas a los trabajadores se rigen por normas que pueden ajustarse a las necesidades especiales de la empresa en el llamado plan de opciones sobre acciones.

Pagos a proveedores

Actualmente algunas empresas han llevado a la práctica los planes de pagos basados en acciones para sus proveedores, principalmente a proveedores que proporcionan servicios estratégicos, como algunos asesores que la entidad considere claves para el negocio o productores de suministros especializados.

El objetivo este tipo de planes es fomentar la lealtad de proveedores que pueden resultar claves en el futuro del negocio. Los pagos en acciones para los proveedores se presentan tanto como opciones sobre acciones o planes mediante los cuales las acciones son otorgadas directamente.

Sin embargo, la bibliografía sobre este tipo de operaciones aún es escasa, principalmente porque no es una práctica que no se realiza con mucha frecuencia en las empresas.

Ventajas y Desventajas para las Empresas Derivadas de los Pagos Basados en Acciones

Dentro de las ventajas de este tipo de remuneración se puede citar las siguientes:

- Los planes para acceder a la propiedad de acciones brindan motivación de los trabajadores, ya que participan del éxito de la empresa.
- Los empleados sienten un mayor compromiso con los logros de la empresa y se esfuerzan por obtener mejores resultados, por lo que son una buena herramienta para mitigar el “problema de agencia”.
- La atracción y retención de personal de alto nivel es otra de las ventajas que ofrece este tipo de compensación.
- Son especialmente interesantes en el caso de las empresas jóvenes, que a menudo no disponen de un flujo de efectivo suficiente para pagar sueldos competitivos, ya que estas opciones son la única forma de retribución que les permite atraer y mantener a trabajadores de alto nivel. Ofrecen a la empresa la posibilidad de realizar pagos a sus trabajadores o proveedores sin tener que socavar su liquidez.
- Fomentan la lealtad de proveedores y empleados de la empresa.
- Permiten fortalecer los vínculos con proveedores y asesores claves de la empresa, así como la creación de relaciones de largo plazo.
- Brindan a la empresa una mejor posición con los proveedores frente a sus competidores.

A pesar de las múltiples ventajas que ofrecen los planes de pagos basados en acciones, estos presentan algunas desventajas a saber:

- En el momento en que se ejercitan las opciones sobre acciones entregadas a los trabajadores ocasionan costes a los accionistas, esto debido a que los dividendos se ven diluidos al realizarse la emisión de acciones.
- Si estos planes no se encuentran bien elaborados, y los plazos no son adecuados, los empleados podrían tener una visión de cortoplacista, teniendo como objetivo maximizar el valor de las acciones en el momento de vencimiento de la opción y dejando de lado las decisiones que influyan en el futuro de la empresa.

- En muchos casos, cuando se brinda estos incentivos a los empleados en función de alcanzar un solo objetivo, pueden desatender y hasta abandonar otros objetivos que pueden ser muy beneficiosos para la empresa, y el costo se vuelve mayor al beneficio obtenido por la implantación del programa.

Difusión de los Pagos Basados en Acciones

Los planes por medio de los cuales los empleados pueden acceder a acciones de la empresa presentan una gran difusión principalmente en las naciones desarrolladas como Estados Unidos y la Unión Europea y son utilizados en los planes de remuneración de empresas de gran tamaño principalmente.

De acuerdo con un estudio de la Unión Europea² “en los EE.UU., las opciones sobre acciones para trabajadores se han convertido en un instrumento habitual y generalizado de compensación de los empleados, y en especial de los directivos de alto nivel. Más del 80 % de las 500 mayores empresas cuyas acciones cotizan en bolsa han introducido planes de opciones sobre acciones para trabajadores”.

Asimismo, según el estudio mencionado anteriormente, en la Unión Europea son utilizados mayormente en los países de Bélgica, el 40% de las empresas grandes; Dinamarca, el 20% de las empresas grandes; Francia, el 28% de todas las empresas; España, el 57% de las empresas que conforman el IBEX35; Luxemburgo, el 25% de todas las empresas; Holanda, el 80% de las empresas que cotizan en la Bolsa de Ámsterdam; Portugal, el 22% de las empresas que cotizan en la Bolsa de Lisboa; Alemania, el 67% de las empresas incluidas en el índice bursátil alemán (DAX); en Finlandia, el 84 % de las empresas que cotizan en la Bolsa de Helsinki.

Como consecuencia de lo anterior “para finales de la década de los 90, “la cantidad promedio de acciones en manos de los altos ejecutivos y directores de las empresas llegó a 21%” (Hoskisson, 1999, pág. 306)

2 Comisión Europea. 2003, p.11

METODOLOGÍAS DE VALORACIÓN DE PAGOS BASADOS EN ACCIONES

Metodologías de valoración de acciones

Existen diversas metodologías para valorar acciones, varios de los métodos más comúnmente utilizados están basados en los montos de dividendos pagados por una entidad. Este tipo de modelos son relativamente sencillos de aplicar, sin embargo su utilización está limitada estrictamente a aquellas empresas que distribuyen rendimientos en forma periódica, además los modelos basados en el pago de dividendos requieren que sea posible establecer con un alto grado de precisión los montos de dividendos futuros a distribuir, condición que no siempre es factible dada las condiciones dinámicas tanto de las entidades como del entorno en cual éstas operan.

Como respuesta a las limitaciones que presentan los modelos basados con dividendos han sido diseñados los modelos basados en flujos de efectivo y en la generación de valor para los accionistas de la empresa.

En esta sección se describirán los principales métodos de valoración de acciones, así como de opciones sobre acciones.

Modelo de Crecimiento Cero

Este es un modelo muy sencillo para valuar las acciones de una empresa, y con estas el valor total de la empresa, el valor de la empresa se va a determinar como el valor de cada acción por el número de acciones en circulación.

El modelo de crecimiento cero supone que los inversionistas van a recibir una serie de dividendos constantes, es decir que no van a presentar crecimiento a lo largo de la vida de la empresa, siempre van a recibir la misma suma de dividendos.

La fórmula está dada de la siguiente manera:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_s}$$

Donde D_1 es el dividendo constante que va a ser recibido por el inversionista y K_s , es el rendimiento esperado por el inversionista.

“La ecuación muestra que con crecimiento cero, el valor de las acciones ordinarias sería igual al valor presente de una perpetuidad de D_1 dólares descontada a una tasa k ”. (Gitman, 2003, p.281)

Al resolver esta simple ecuación obtendríamos el valor de cada acción común en circulación y con éste el valor total de la empresa.

Este método no es muy utilizado, debido a que son pocos los casos en que se distribuyen dividendos constantes en las empresas.

Modelo de Crecimiento Constante

Este modelo de valoración de acciones, conocido comúnmente como el Modelo de Gordon, al igual que el anterior se basa en los dividendos que se espera recibir por cada acción en circulación. El modelo supone una tasa de crecimiento constante de dividendos, pero a una tasa menor que el rendimiento requerido.

La fórmula está dada por:

$$P_0 = \frac{D_1}{k_s - g}$$

Donde: D_1 es el dividendo que se espera recibir el próximo periodo, K_s es el rendimiento requerido por el inversionista y g es la tasa de crecimiento constante de los dividendos.

Lo primero que se debe hacer es estimar la tasa de crecimiento compuesta de los dividendos, con datos históricos de la empresa, bajo el supuesto de que la tasa histórica calculada será igual para los dividendos futuros.

Modelo de Valuación del Flujo Libre de Efectivo

Los dos modelos descritos anteriormente se basan los dividendos esperados por los inversionistas, sin embargo en muchas empresas no es fácil estimar los dividendos futuros que serán distribuidos, ni la tasa de crecimientos de estos, por lo que no se puede utilizar ninguno

de los dos modelos, en este caso el modelo de valuación del flujo libre de efectivo viene a ser de gran utilidad.

“El modelo de valuación del flujo libre de efectivo se basa en la misma premisa básica de los modelos de valuación de dividendos: el valor de las acciones es el valor presente de todos los flujos de efectivo futuros que espera que las acciones produzcan durante un horizonte infinito de tiempo” (Gitman, 2003, p.283), no obstante no se basa en los dividendos sino, en los flujos futuros de efectivo esperados, una vez que se descuentan todas las obligaciones de la empresa.

Dicho modelo estima el valor de toda la empresa al encontrar el valor presente de sus flujos libres de efectivo esperados y descontarlos al costo de capital promedio ponderado.

En la fórmula solo se proyectan los flujos de caja libres para los próximos cinco años, esto debido a la dificultad de predecir más allá de cinco años; para los demás se calcula una perpetuidad con una tasa de crecimiento constante estimada para los flujos de caja esperados.

Entonces el valor de toda la compañía estaría dado por la suma del valor presente de todos los flujos de caja esperados por la empresa.

$$V_c = \frac{FCF_1}{(1+ka)^1} + \frac{FCF_2}{(1+ka)^2} + \dots + \frac{FCF_\infty}{(1+ka)^\infty}$$

Donde

V_c= Valor de toda la compañía

FCF_t= Flujo de caja libre esperado al final del año t

K_a= costo de capital promedio ponderado de la empresa

Con la fórmula descrita anteriormente se obtiene el valor de mercado de toda la compañía, sin embargo se necesita obtener únicamente el valor de las acciones comunes, para lo cual se debe restar el valor de mercado de toda la deuda y de las acciones preferentes.

Dado lo anterior, el valor de las acciones ordinarias estaría dado por la siguiente ecuación:

$$V_s = V_c - V_d - V_p$$

Para calcular el valor de la perpetuidad se debe estimar una tasa de crecimiento constante de los flujos de caja, y la fórmula estaría dada por el modelo de Gordon, es decir:

$$P_0 = \frac{FCF_{\text{año 6}}}{ka - g_{FCF}}$$

Valor Económico Agregado (EVA)

El EVA es una herramienta financiera desarrollada por la firma Stern Stewart & Co., que mide la utilidad económica generada por una empresa. El valor económico agregado o utilidad económica es el resultado obtenido al calcular la diferencia entre la rentabilidad de sus activos y el costo de financiación o de capital requerido para poseer dichos activos.

Se calcula restando a la utilidad antes de intereses y después de impuestos, el costo de capital promedio ponderado de los activos.

$$EVA = U_{AII} - CCPP * \text{Activos totales}$$

El EVA es la ganancia obtenida una vez que se han cubierto todos los gastos y satisfecho una rentabilidad mínima esperada por parte de los accionistas, es decir, es una medida de la riqueza generada por la empresa y disponible para los inversionistas y es adicional a los rendimientos recibidos por parte de estos.

El EVA es utilizado para medir la gestión de la administración de la empresa, mide la capacidad de la misma para crear valor para los inversionistas.

Debido a lo anterior el EVA es también utilizado para la valoración de empresas, el EVA como método de valuación de empresas es llamado por sus creadores Stern Stewart & Co., Market Value Added (MVA) y es el valor presente de todos los EVAs futuros.

“Este método trata de juntar los métodos basados en flujos de efectivo y la contabilidad actual, la idea general es de comparar el rendimiento obtenido (ROIC) con el costo de capital promedio (WACC). Si el ROIC es más grande que el WACC se está

generando valor. Esta diferencia (GAP) es multiplicado por el capital invertido (IC)” (El Prisma, 2008, en línea).

Según Stewart (p. 153), el EVA se correlaciona directamente al valor intrínseco de mercado de una compañía. Cuando el EVA es proyectado y descontado a su valor presente, permite ver el valor de mercado que la administración ha agregado o sustraído del capital que ha empleado. (op. Cit. Gestipolis, 2008, en línea).

MVA= Valor presente de todos los EVAs futuros

Al igual que en el modelo de flujos de efectivo libre descontados, para calcular el valor de una empresa se deben calcular el EVA de los cinco años futuros siguientes, y lo demás se calcula como una perpetuidad.

Metodología de valoración de opciones sobre acciones

Modelo de Black-Scholes-Merton

Este modelo para valorar opciones fue desarrollado por Robert C. Merton, Fisher Black y Myron Acholes y publicado en 1973, el mismo se basa en los siguientes supuestos:

- Los precios de los subyacentes (St) siguen una moción browniana geométrica con una media μ y volatilidad σ $dSt = \mu St dt + \sigma St dWt$
- Es posible tomar posiciones cortas en el subyacente
- No hay oportunidades de arbitraje
- Las negociaciones del mercado son continuas
- No hay costos de transacción
- Todos los subyacentes son divisibles (Es posible comprar 1/100 de una acción)
- Es posible tomar prestado y prestar dinero al tipo de interés libre de riesgo
- Los subyacentes no pagan dividendos

La valoración de la opción estaría dada por la siguiente fórmula:

$$C = SN(d_i) - Ke^{-rdT}N(d_z)$$

Donde:

$$d_i = \frac{\ln(S/K) + (rd - re + \sigma^2/2)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$d_z = d_i - \sigma\sqrt{T}.$$

Donde:

- C es el valor de una opción de compra, opción europea.
- P es el valor de una opción de venta, opción europea.
- S es la tasa a la vista de la moneda que constituye el objeto de la opción.
- K es el precio marcado en la opción (strike price).
- T es el tiempo expresado en años que aun faltan por transcurrir en la opción.
- rd es la tasa de interés doméstica.
- re es la tasa de interés extranjera.
- σ Es la desviación Standard de los cambios proporcionales en las tasas de cambio.
- N es la función de distribución acumulativa de la distribución normal.
- N (di) y N (dz) son los valores de las probabilidades de los valores de di y dz tomadas de las tablas de la distribución normal.

CONCLUSIONES

Como corolario del presente estudio resulta oportuno esbozar algunas conclusiones acerca de la importancia que la puesta en operación de esquemas de pagos basados en acciones pueden tener sobre el desempeño operativo y financiero de las empresas tanto a nivel mundial como en el ámbito costarricense, el detalle de dichas conclusiones es el siguiente:

- Según se demuestra a lo largo del presente estudio, las transacciones basadas en acciones son una práctica común en los países desarrollados, lo anterior en virtud del importante aporte que esta metodología de pago le brinda a la estrategia corporativa

de las entidades tanto en lo relacionado a la retención y motivación de su personal gerencial como en lo referente al fortalecimiento de la cadena de valor que se establece con sus suplidores de bienes y servicios. Sin duda alguna la eventual implementación de modelos de pagos basados en acciones traerá consigo grandes beneficios a las empresas costarricenses en el tanto éstas podrán disfrutar de una mayor estabilidad laboral de su personal gerencial clave y más importante aún podrán conseguir mayor compromiso de parte de éste con las metas y objetivos empresariales; asimismo en el caso de los proveedores de bienes y servicios la creación de sinergias puede resultar un factor crítico para la creación y consolidación de ventajas competitivas respecto de sus competidores.

- El éxito de los esquemas de pagos basados en acciones radica en la capacidad que los propietarios de una entidad posean para comprender que en el entorno competitivo actual resulta crítico el mantener vínculos sólidos con sus empleados y proveedores. Lo anterior es sin lugar a dudas el principal de los retos para las empresas costarricenses, esto por cuando aún hoy predomina en éstas la tendencia tanto de la sucesión familiar como de mantener cerrada la posibilidad de compartir la propiedad del capital con terceros. Es evidente que muchas de nuestras empresas deben emprender un proceso que las lleve a romper ambos paradigmas para así tener acceso a las ventajas financieras y estratégicas derivadas de un esquema de pagos basados en acciones.
- Tal y como el presente estudio lo enfoca de forma detallada, existen diferentes modelos que sirven para orientar las decisiones financieras de las empresas en lo relacionado a la determinación de la conveniencia o no de emprender un programa de pagos basados en acciones a favor de sus empleados o proveedores. En todos los casos lo más importante es seleccionar el modelo financiero que se adapte mejor a las circunstancias propias de la empresa, lo anterior en el

contexto de la facilidad que ésta tenga para tener acceso a la información fiable y oportuna que permita la aplicación e interpretación adecuadas de los resultados derivados de cada modelo en particular. Es así como en el ámbito costarricense es recomendable utilizar los modelos de valoración de acciones y de valoración de opciones sobre acciones basados en la proyección de flujos de efectivo, lo anterior debido a que por razones de índole fiscal la gran mayoría de entidades de nuestro país tienen como política no realizar pagos de dividendos a favor de sus accionistas.

BIBLIOGRAFÍA

- Argandoña, A. 2000. La remuneración de directivos mediante opciones sobre acciones: Aspectos económicos y éticos. IESE. Barcelona, España.
- Comisión Europea. 2003. El entorno jurídico y administrativo de las opciones sobre acciones para trabajadores en la UE. Bruselas, Bélgica.
- Federación Internacional de Contabilidad. 2007. Normas Internacionales de Información Financiera. México, D.F.: Editorial Instituto Mexicano de Contadores Públicos, A.C.
- Gitman, J. 2003. Principios de Administración Financiera. México, D.F., México. Editorial Pearson.
- Hoskisson, R; Hitl, M. 1999. Administración Estratégica, competitividad y conceptos de globalización. Editorial Thompson. México.
- Hull, J. C., 2000, Options, Futures, and Other Derivative, Fifth Edition, Prentice-Hall.
- Robbins, S. 1991. Comportamiento Organizacional. Prentice Hall Hispanoamericana, México.

- Instituto Mexicano de Contadores Públicos A.C.
2007. Normas de Información Financiera
(3a ed.). Editorial Instituto Mexicano de
Contadores Públicos, A.C. México, D.F.
- Scholes, Wolfson, Erickson, Maydew y Shevlin.
2001. Impuestos y Estrategia de Negocios:
Un acercamiento de planeamiento.
México D.F. Editorial Prentice Hall.
- Stern, J. 1999. El EVA y su aplicación práctica:
Los conceptos fundamentales del EVA.
Editorial Harvard Deusto.
- Van Horne, J. y Wachowicz.. 1994. Fundamentos
de Administración Financiera (8a ed.).
México D.F., México. Prentice Hall
Hispanoamericana S.A.