

Oferta por el Valor Razonable

ESOARS

*Por Steven Balsam.

Cargar a gastos las opciones a acciones ha sido una realidad para las compañías públicas desde hace dos años gracias a la Declaración FASB No. 123(R), Pago con Acciones. La norma establecía si registrar o no en los estados de utilidades los gastos por la compensación con acciones, pero no resolvía el problema de cómo valorar de manera exacta esos costos. En este contexto, el precio de mercado de las opciones puede bajar los gastos para los pagos con acciones, pero ¿vale la pena el costo?

El consenso de la investigación académica es que las opciones valen bastante menos que el valor generado por el modelo Black-Scholes-Merton. Esta percepción instó a Zions Bancorporation a desarrollar una técnica de fijación de precio según el mercado, a la que llama Valores de Derechos de Apreciación de las Opciones a Acciones para Empleados (ESOARS, por sus siglas en inglés).

ESOARS aprovecha la alternativa de valor de mercado frente a los modelos de fijación de precios de opciones que permite el párrafo 22 de la Declaración no. 123(R). Son valores derivados planeados para dar una base de mercado para estimar el valor razonable de las opciones a acciones para los empleados. Zions, que recientemente recibió la aprobación de SEC para el uso de ESOARS, planea usar estos valores y negociarlos para otras compañías.

Zions desarrolló los ESOARS con el objetivo de resolver algunos de los problemas que retrasaron la imposición de FASB de contabilización a valor razonable en la Declaración No. 123(R). Los expertos tenían puntos de vista enfrentados sobre cómo valorar las opciones; muchos de ellos argumentaban que las opciones no eran valuables y otros que no podían valorarse.

En particular, muchos han argumentado que los modelos de precios de opciones (como el Black-Scholes) sobreestiman el valor de las opciones a acciones para empleados porque suponen las capacidades de negociar y vender al descubierto, e ignoran el efecto del requisito de empleo continuado, todo lo cual reduce el valor de las opciones para un empleado poco diversificado, adverso a los riesgos.

¿Qué son los ESOARS?

Los ESOARS son valores derivados cuyo valor depende no sólo del precio de la acción subyacente, sino también de los patrones de creación de derechos y de ejercicio de las opciones subyacentes a las que están vinculados. La página 7 de la presentación de Zions a la SEC, el 22 de septiembre de 2006, declara:

“El valor neto realizado se calcula como la diferencia entre el precio comercial por acción de las acciones ordinarias de Zions en el momento en que los empleados ejerzan sus opciones a acciones (Opción a Acciones para Empleados, ESO, por sus siglas en inglés) y el precio de ejercicio de las opciones de referencia, multiplicado por el número de acciones ordinarias obtenidas por los tenedores de ESO en ejercicio.

Los pagos a los tenedores de ESOARS se harán trimestralmente”. (Si desea, puede consultar el texto completo de la presentación de Zions en: www.auctions.zionsdirect.com/static/doc/zions_submission.pdf).

Pero no es tan sencillo. Distinto a una opción que tiene una fecha de ejercicio, el emisor debe pagar a los tenedores de ESOARS trimestralmente, con base en el porcentaje de opciones de referencia ejercidas durante el trimestre. Aunque la liquidación a las ofertas iniciales de ESOARS será en efectivo, Zions ha indicado que los pagos sobre futuras ofertas podrían ser en acciones de la compañía.

El que el pago sea en forma de efectivo o de acciones de la compañía afectará el tratamiento del valor como pasivo o como capital para fines contables. Considere el siguiente ejemplo de cómo funciona este valor:



Los ESOARS son valores derivados cuyo valor depende no sólo del precio de la acción subyacente, sino también de los patrones de creación de derechos y de ejercicio de las opciones subyacentes a las que están vinculados.

- El número de ESOARS vendidos equivale a 100,000, que es 10% del millón de opciones de referencia.
- El precio de ejercicio de esas opciones es de 20 dólares.
- El precio promedio de mercado de acciones de la compañía durante el cuarto trimestre de 2007 es de 25 dólares.
- Cinco por ciento de las opciones de referencia se ejercen durante el cuarto trimestre.

Bajo estas circunstancias, el pago a todos los tenedores de ESOARS equivaldría a 100,000 unidades x 5% ejercidas (precio mercado de 25 dólares-precio de ejercicio de 20 dólares) por un total de 25 mil dólares. Los ESOARS seguirían vigentes, y los tenedores seguirían recibiendo pagos en los trimestres futuros si se ejerce el 95% restante de opciones de referencia.

Beneficios y costos

El beneficio para la corporación, ostensiblemente, es una

medida más exacta del costo de las opciones. En la práctica, esto puede significar una medida menor del costo. Con base en los resultados de la subasta inicial, conducida el 28-29 de junio de 2006, Zions estima el valor de las opciones otorgadas a 8.57 dólares por opción, mientras que el modelo de Black-Scholes produce un valor por opción de 12.65 dólares. Así, el gasto contable se reduce sustancialmente usando el enfoque de mercado.

Zions espera que los precios de subasta aumenten después de un tiempo, al participar más inversionistas en el mercado y familiarizarse con los valores. Como evidencia, en la segunda subasta de Zions, del 4 al 7 de mayo de 2007, el precio por opción fue de 12.06 dólares.

(Zions no ha revelado el costo equivalente bajo el modelo Black-Scholes, aunque en 2006, el año más reciente disponible, valoraron su opción promedio en 15.02 dólares).

Si bien la investigación indica que es probable que el valor de mercado de los ESOARS permanezca por debajo de un pre-

Zions desarrolló los ESOARS con el objetivo de resolver algunos de los problemas que retrasaron la imposición de FASB de contabilización a valor razonable en la Declaración No. 123(R).



cio con Black-Scholes, no será siempre el caso, dice Evan Hill, Vicepresidente de Zions, que ayudó a desarrollar el valor. “Se podría tener una dificultad con algún emisor de ESOARS que haya sido sumamente agresivo en Black-Scholes”, agrega Hill, para quien es probable que la disparidad de precio entre los dos varíe por compañía.

Los ESOARS son valores negociables registrados en la SEC. Emitir un valor implica costos importantes de operación. Zions ha solicitado una patente para el valor y planea dar servicios de subasta a otras compañías. Los costos de emisión de ESOARS incluyen:

- Contratar una firma legal y C.P.C. que preparen un prospecto de oferta.
- Anunciarse para atraer inversionistas (Zions gastó más de 100 mil dólares en este rubro en su primera subasta) y filtrar a los inversionistas para asegurar un nivel suficiente de pericia.
- Organizar una subasta y un sistema de registro de los valores que esté vinculado al sistema de registro para las opciones existentes (revalorar los ESOARS está ligado a la creación de derechos y al comportamiento de ejercicio de las opciones subyacentes).

Aunque no se desglosaron todos los costos, el complemento de prospecto de Zions, presentado a la SEC el 3 de julio de 2006, decía que 21 postores ganadores pagaron un total de 702 mil 75 dólares, con ganancias de 340 mil 75 dólares.

Esto indica que los gastos de la oferta absorbieron más de la mitad de la recaudación bruta. Al ejercerse las opciones subyacentes, el emisor tendrá entonces que hacer pagos a los tenedores de los ESOARS, lo que implicará costos adicionales de transacción.

La evaluación de estos costos necesita considerar que los ESOARS de esta subasta representaban 10% del

número total de opciones a acciones para empleados.

Después de ajustes por una “disfunción técnica”, que Zions dice que pudiera haber aumentado el precio de los ESOARS, la subasta dio un gasto del 72% por acción del derivado de un modelo Black-Scholes.

Enfoque basado en mercado

La SEC, en su carta a Zions, concluía que “el instrumento ESOARS tiene un diseño suficiente para usarse como un enfoque basado en mercado para valuar recompensas en acciones a los empleados bajo la Declaración 123(R)”.

La SEC también recomendó que “cada subasta de ESOARS se analizara para determinar si da como resultado un mecanismo apropiado de fijación de precios de mercado.

Específicamente, el análisis deberá determinar si el precio de liquidación de la subasta es representativo de la valuación razonable de los pagos subyacentes con acciones a los empleados”.

La SEC dijo que los factores por considerar al determinar si una subasta es un mecanismo apropiado de fijación de precios de mercado incluyen:

- El tamaño de la oferta de ESOARS relativo a la demanda del mercado.
- El número de postores (es decir, ¿participó un número suficiente de postores en la subasta?, ¿eran independientes?).
- Asuntos de tecnología, incluyendo retrasos.
- Percepción del postor respecto a costos por posesión, cobertura o negociación del instrumento.

(La carta de la Oficina del Jefe de Contabilidad de la SEC, puede consultarse en www.sec.gov/info/accountants/staffletters/zions012507.pdf).

La carta implica que no todos los ESOARS califican. ¿Quién determinará esto? ¿El auditor independiente?

Alguna evidencia anecdótica sugiere que los auditores no recomiendan el uso del modelo binomial para la valuación de opciones, debido a una preocupación sobre su capacidad para auditar el resultado.

Entonces se plantean cuestionamientos básicos cuyas respuestas darán una pauta a seguir;

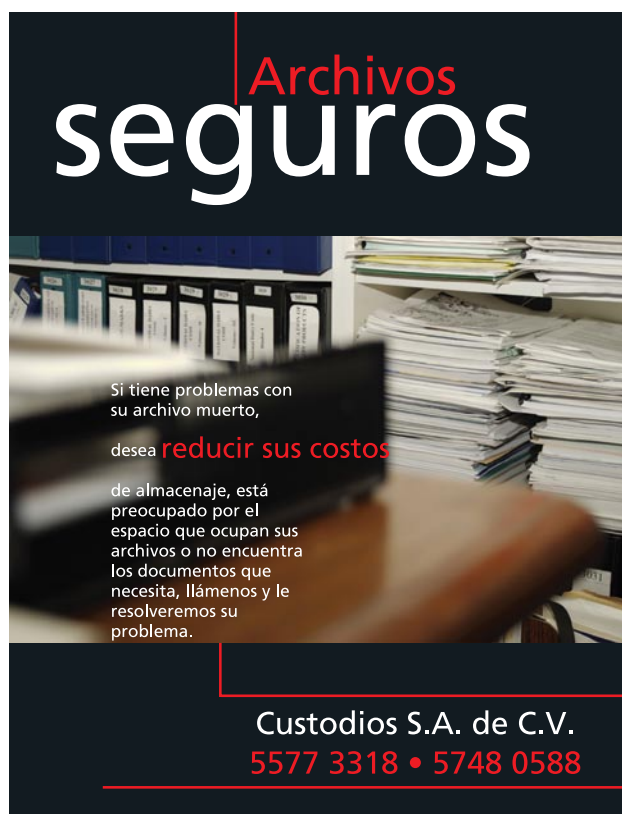
- ¿Adoptarán los auditores una posición semejante con los ESOARS?
- ¿Cómo afectará el uso de ESOARS a la comparabilidad?
- ¿Evitarán los analistas e inversionistas las compañías que usan derivados financieros que no entiendan? Zions Bancorporation ha abierto un campo innovador con los ESOARS.

La carta de la SEC hace probable, pero no seguro, que estos valores puedan usarse para determinar el costo de las opciones a acciones para empleados, y es probable que el costo establecido por estas subastas será más bajo que el establecido por los modelos de fijación de precio de opciones. También se implican algún costo por riesgo y un costo sustancial.

El planteamiento está hecho; se presenta una opción que seguramente cobrará importancia y beneficiará en relación a la fijación de precios de mercado a partir de la percepción que instó a Zions Bancorporation a desarrollar una técnica de fijación de precio según el mercado, los ESOARS. ❁

Texto original: A Bid for Fair Value (Journal of Accountancy, September 2007). Traducción para Veritas del Colegio de Contadores Públicos de México de Jorge Abenamar Suárez Arana.

*Steven Balsam, CPA, PH.D., es Profesor de Contabilidad y Miembro de Merves Research, Escuela Fox de Negocios, Temple University de Filadelfia. drb@temple.edu



Archivos seguros

Si tiene problemas con su archivo muerto, desea **reducir sus costos** de almacenaje, está preocupado por el espacio que ocupan sus archivos o no encuentra los documentos que necesita, llámenos y le resolveremos su problema.

Custodios S.A. de C.V.
5577 3318 • 5748 0588