



**Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales**

# **STOCK OPTIONS COMO HERRAMIENTA DE MOTIVACIÓN PARA DIRECTIVOS EN STARTUPS**

**Autor: Rubén Domínguez Ibar**

**Director: Miguel Angel López Gómez**

**MADRID | Octubre 2023**



## **RESUMEN**

El presente trabajo analiza la efectividad de las stock options como un mecanismo de incentivo para directivos en startups tecnológicas.

En primer lugar, se contextualiza la temática estudiada, a través de una comparación de las stock options con otras formas de remuneración. Además, se muestra las diferencias de uso de las stocks options según si se emplean en startups o en multinacionales cotizadas en mercados públicos.

A continuación, se lleva a cabo un análisis cuantitativo de la efectividad de las stock options en startups mediante la recopilación de datos de rondas de inversión de startups. La muestra comprende 28 startups de Europa y Estados Unidos, representando diversas industrias y etapas de crecimiento. Se recogen datos detallados sobre cada ronda de inversión, incluyendo financiación total, valoración posterior a la inversión, porcentaje de acciones en posesión de directivos y porcentaje correspondiente a las stock options. Además, se incluye información sobre el éxito a largo plazo de las empresas después de cada ronda de inversión. Esto permite extraer conclusiones respecto a la comparación agregada de las startups que tuvieron éxito respecto a las que no, obteniendo relaciones significativas entre la tenencia de stock options y el éxito de la startup.

Palabras clave: stock options, directivos, incentivos, alineación de intereses, startups, rondas de inversión, y compensación.

## **ABSTRACT**

This study analyzes the effectiveness of stock options as an incentive mechanism for executives in technology startups.

First, the subject matter studied is contextualized through a comparison of stock options with other forms of remuneration. In addition, it shows the differences in the use of stock options depending on whether they are used in startups or in multinationals listed on public markets.

Next, a quantitative analysis of the effectiveness of stock options in startups is carried out by collecting data from startup investment rounds. The sample comprises 28 startups from Europe and the United States, representing diverse industries and growth stages. Detailed data is collected on each investment round, including total funding, post-investment valuation, percentage of shares held by management and percentage of stock options. In addition, information on the long-term success of the companies after each investment round is included. This allows conclusions to be drawn regarding the aggregate comparison of successful startups with those that were not, obtaining significant relationships between stock option ownership and startup success.

Keywords: stock options, managers, incentives, alignment of interests, startups, investment rounds, and compensation.

# ÍNDICE DE CONTENIDOS

RESUMEN.....	3
ABSTRACT.....	4
ÍNDICE DE TABLAS .....	6
ÍNDICE DE ABREVIATURAS.....	7
1. INTRODUCCIÓN.....	8
2. METODOLOGÍA.....	12
3. MARCO TEÓRICO .....	14
4. TIPOS DE COMPENSACIÓN .....	23
5. USO DE STOCK OPTIONS. MULTINACIONALES VS STARTUPS .....	32
6. STOCK OPTIONS EN STARTUPS: OTRAS CONSIDERACIONES.....	37
7. RECOPIACIÓN Y ANÁLISIS DE DATOS .....	47
8. CONCLUSIÓN .....	57
9. LIMITACIONES DEL ESTUDIO Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN .....	59

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Distribución de rondas de inversión según país de procedencia.....	48
Tabla 2. Descripción campos muestra de datos .....	49
Tabla 3. Distribución muestra según tipo de ronda.....	50
Tabla 4. Distribución muestra según éxito posterior a una ronda de inversión. ....	50
Tabla 5. Análisis de la muestra según si la ronda tuvo éxito.....	51
Tabla 6. Análisis muestra según si el tipo de ronda de inversión.....	52
Tabla 7. Financiación y valoración media según tipo de ronda. ....	53
Tabla 8. Rondas según tipo y éxito conseguido.....	54
Tabla 9. Análisis según continente (I).....	55
Tabla 10. Análisis según continente y éxito (I). ....	55
Tabla 11. Análisis según continente (II).....	56
Tabla 12. Análisis según continente y éxito (II).....	56

## ÍNDICE DE ABREVIATURAS

### *OPV*

Cuando una empresa realiza una OPV (Oferta Pública de Venta), pone a la venta sus acciones públicamente a través de una salida en bolsa. Antes de una OPV una empresa es privada porque sus acciones no están a la venta en un mercado cotizado. Después de una OPV, la titularidad de acciones se abre a un mercado más amplio que el privado. Por ello, OPV también se conoce comúnmente como salida a bolsa u oferta pública inicial. (Portela et al., 2020)

### *VC*

Se denomina Venture capital a todas aquellas inversiones a cambio de acciones que sirven para financiar a startups. Estas no cotizan en bolsa y, por lo tanto, no pueden obtener financiación en mercados públicos de acciones o mediante otras formas tradicionales de financiación como deuda. (Ferre Castillo, 2019)

### *SEC*

La Securities and Exchange Commission (por sus siglas, SEC) es el organismo encargado de supervisar e inspeccionar los mercados de acciones en los Estados Unidos, así como la actividad y a los agentes que intervienen en estos. (Marqués de Magallanes Crespo, 2017)

### *KPI*

Los KPI, en inglés Key Performance Indicator, son indicadores de rendimiento que se utilizan por empresas para medir el desempeño en sus áreas productivas. (Gago-Rodríguez & Vikson, 2023)

# 1. INTRODUCCIÓN

## 1.1. Justificación y contexto del estudio

Este Trabajo de Fin de Grado, correspondiente a la tesis final de los estudios de Administración y Dirección de Empresas (ADE), surge de la necesidad en la sociedad de profundizar en la comprensión de las stock options como forma de motivar a los directivos en startups. Esta herramienta es dinámica, innovadora y ampliamente empleada. Se utiliza como un incentivo para los directivos, que pretende servir como motivación. A medida que el sector de las startups tecnológicas crece, es interesante y útil tratar de entender si las stock options son una herramienta de motivación efectiva, así como saber si es mejor herramienta o no que otras opciones disponibles.

Las startups se encuentran constantemente enfrentándose a desafíos, cómo el de atraer y retener talento de alta calidad, irrumpir en mercados altamente competitivos, y superar los obstáculos operativos y financieros que surgen mientras crecen. En este contexto, las opciones de acciones son una herramienta comúnmente usada con el objetivo de motivar a los directivos a asumir riesgos, sin descuidar los objetivos estratégicos de la empresa, y de esta forma estén alineados con el resto de los accionistas.

Existe una relación alta entre la motivación de los directivos y el interés de los accionistas en que estos creen valor para ellos. Como las startups normalmente depende de financiación externa de fondos de inversión de capital riesgo, se espera que las startups crezcan y generen valor financiero para los inversores. De tal manera, los inversores tratan de incentivar a los directivos de las startups en las que invierten desarrollando planes de acciones que premien un posible desempeño exitoso de la startup, beneficiando así a todos los grupos de interés de la empresa.

Existen informes, ensayos y artículos que han investigado las opciones sobre acciones como forma de compensación a directivos en empresas. (Ekici y Ruseva, 2022; Guay, 1999; Jensen y Murphy, 1990). No obstante, cuesta encontrar estudios que profundicen en este tema en empresas emergentes, a pesar de que las startups cada vez suponen una mayor fuente de generación de empleo e innovación en la sociedad (Kaplan y Strömberg, 2005; Shane, 2009). De esta necesidad surge este estudio. Se busca contribuir a completar este vacío, proporcionando un análisis del impacto de las stock options en la motivación de los directivos en startups.



Ensayos previos a este estudio han debatido y demostrado que las opciones sobre acciones pueden tener un impacto significativo en la motivación y comportamiento de estos. (Carpenter y Remmers, 2000; Hall y Liebman, 1998). El problema reside en que estos estudios se basan en empresas establecidas, de tamaño considerable, no considerando las características únicas de las startups. Las startups son empresas repletas de alto crecimiento, incertidumbre, y necesidad de atraer y retener talento motivado en un entorno cambiante, por lo que es importante analizar en particular cómo las stock options afectan a la motivación y desempeño de los directivos en este tipo de empresas.

Tengo la suerte de ser analista del equipo de inversión de un fondo de capital riesgo español, con oficinas en Madrid, que invierte millones de euros en startups de los 5 continentes. Gracias a mi experiencia, he tenido el privilegio de experimentar de primera mano el funcionamiento del sector de las startups tecnológicas. En mi día a día, tengo la posibilidad de tener reuniones con fundadores y CEOs de startups de diferentes tamaños y países del mundo. Gracias a ello, he tenido la oportunidad de analizar de primera mano diferentes formas de compensación en startups, entre ellas las opciones sobre acciones como forma de remuneración a directivos.

Esta experiencia me ha permitido tener una perspectiva única sobre cómo impactan las stock options en el desarrollo de una startup. He observado cómo pueden ser un poderoso incentivo, dando la oportunidad a los máximos responsables de las startups de beneficiarse en mayor medida si la startup que dirigen crece y tiene éxito. Además, he participado indirectamente en negociaciones de elaboración de planes de stock options en determinadas startups, en los que se ha tenido en cuenta conceptos que discutiremos más adelante, como la dilución accionarial, restricciones de realización de las opciones, y la alineación de intereses.

Pudiendo trabajar cercano a emprendedores y directivos de startups, he podido forjar mi opinión sobre si las opciones sobre acciones son una herramienta útil en estas empresas. He podido ver distintos casos, de mayor efectividad a menor, pero siempre he detectado que esta herramienta crea un sentido de pertenencia a empleados que no necesariamente han fundado la empresa, aumentan el compromiso de los directivos, y alinean a los distintos grupos de interés con dos objetivos específicos, el de mejorar la rentabilidad de la empresa, y hacerla crecer. No obstante, he podido también observar de primera mano las limitaciones de las stock options en startups, como por

ejemplo la de no poder liquidar acciones en determinados periodos de tiempo por tratarse de empresas privadas, con frecuentes limitaciones de liquidez.

Considero que mi experiencia específica, aunque breve, como analista de un Venture Capital, me capacita para analizar y opinar sobre el tema tratado en este estudio. Espero que mi cercanía y acceso único a emprendedores y fundadores de startups me permita aportar al sector una visión única y valiosa de un tema de gran relevancia en el sector tecnológico.

## **1.2. Objetivos del trabajo**

El Trabajo de Fin Grado pretende cubrir una serie de objetivos, los cuales se exponen y explican a continuación:

- 1. Determinar si las stock options son una forma eficiente de motivación para los directivos de startups.*

Este objetivo se centra en estudiar las diferentes formas de motivación existentes en el sector. Se busca obtener la máxima información posible sobre cómo las stock options se diferencian del resto de las herramientas normalmente utilizadas, así como en qué condiciones y de qué forma suelen implementarse.

- 2. Estudiar la efectividad de las stock options como forma de incentivo para directivos en startups.*

Se evaluará si el uso de stock options mejora el desempeño de las startups y, por ende, el retorno financiero de los accionistas en conjunto. Se buscarán relaciones entre el uso de stock options y desempeño de startups, viendo si alguna es significativa. Para ello se recopilarán datos reales de startups, como el porcentaje de opciones sobre el número de acciones total durante diferentes etapas de una misma empresa, el cambio de valoración, etc.

- 3. Comparar la efectividad de las stock options entre sectores o regiones*

Se tratará de recopilar información y datos que permitan comparar el uso y efectividad de las stock options entre:

- a) Diferentes regiones, cómo la Unión Europea y Estados Unidos

- b) Diferentes tipos de empresa, diferenciando entre empresas consolidadas que coticen en bolsa, y empresas privadas emergentes (startups)

Para alcanzar este objetivo se buscará recopilar datos como el porcentaje de acciones que posee el equipo directivo, los planes de acciones, el tamaño de la empresa, el crecimiento o no durante los años estudiados, y el país en el que se ha fundado la empresa. Este análisis permitirá observar si existe diferencias en las comparaciones. Esto podría suceder debido a regulaciones, cultura, o por la diferencia de liquidez de una empresa según su tamaño.

*4. Explorar los diferentes riesgos y limitaciones que presenta el uso de stock options en startups*

Este objetivo pretende exponer y analizar las principales limitaciones que presenta el uso de stock options, así como los riesgos que implica tanto para la empresa que las emite como los empleados que las reciben.

Para alcanzar este objetivo, se explicarán y analizarán en profundidad conceptos como la dilución accionarial, que reduce la participación de los accionistas en el momento que se ejecutan las opciones sobre acciones. También se abordarán temas como la volatilidad presente en la valoración de las startups, y la falta de liquidez al ejecutar acciones. Al considerar estas limitaciones y riesgos, se podrán poner en perspectiva junto a los beneficios, permitiendo una consideración completa de esta herramienta.

Al alcanzar los diferentes objetivos comentados se obtendrá una visión comparativa del uso y efectividad de los planes de acciones en relación con otras herramientas, así como entre regiones y tipos de empresa. Además, no se obviarán los riesgos y limitaciones de las stock options, los cuales se deben considerar siempre cuando antes de implementarlas en una compañía.

## 2. METODOLOGÍA

La metodología desempeñará un papel importante en el desarrollo de la investigación que se presenta en este Trabajo de Fin de Grado. Proporciona el marco y enfoque necesarios para resolver las preguntas de investigación y objetivos empleados. La metodología elegida es fundamental para definir como se recopilan, analizan y presentan los datos, ya que su elección tiene un impacto directo en la calidad y validez de los resultados.

La metodología adoptada en este trabajo se basará en un enfoque de análisis de datos que combinará la recopilación de información real relacionada con rondas de inversión de startups europeas y estadounidenses y su posterior análisis en profundidad. La razón detrás de esta elección se basa en poder evaluar la efectividad de las stock options como herramienta de motivación de los directivos en startups. En este capítulo se proporciona una visión general de cómo se ha llevado a cabo la investigación.

La recopilación de datos será un proceso crítico y tedioso que se llevará a cabo con el objetivo de obtener información real y de alta calidad sobre rondas de inversión en startups que puedan permitir analizar la relación entre stock options y el desempeño de las startups.

La investigación se centrará en startups de Europa y Estados Unidos, ya que estas 2 regiones representan una parte importante del ecosistema global de startups. Se buscará conseguir información completa sobre startups y rondas de inversión que hayan tenido lugar en ellas. Estas formarán la muestra de análisis. Un respaldo teórico para esta elección se encuentra en estudios como el de (Reynolds, 2000), que destacan la importancia de analizar ecosistemas de startups específicos para comprender mejor las dinámicas presentes en sectores tan diferentes según la geografía.

Cada ronda de inversión se documentará detalladamente, recopilando los datos y características más importantes, como la fecha de la ronda, la financiación total recaudada, la valoración posterior a la inversión y el tipo de ronda (Serie A, Serie B, etc.). La recopilación de datos se centrará en recoger la propiedad de acciones del equipo directivo en términos relativos, como el porcentaje de acciones totales y el porcentaje de stock options que poseen. Para ello se accederá a las tablas oficiales de capitalización de las startups, creadas tras una ronda de inversión. Este enfoque coincide con las recomendaciones de quienes abogan por una recopilación detallada y sistemática

de datos para mejorar la validez y la confiabilidad de la investigación. Este enfoque coincide con las recomendaciones de (Vesel & Arnošt, 2011), quienes recomiendan una recopilación detallada y sistemática de datos para mejorar la validez y la confiabilidad de la investigación.

Al consultar información real de empresas privadas, la confidencialidad y la protección de datos serán prioridades fundamentales durante la recopilación de datos. Para garantizar la privacidad de las empresas, ningún nombre específico de startup se mencionará en este informe. En su lugar, los resultados se presentarán en forma agregada para preservar la confidencialidad y, al mismo tiempo, proporcionar información relevante y creíble. Esta precaución ética se alinea con las recomendaciones de la American Sociological Association (ASA) sobre la privacidad de los participantes en investigaciones (American Sociological Association, 1999). Después de recopilar todos los datos necesarios, se procederá al análisis de datos, el cual se comentará y mostrará en el capítulo correspondiente.

No obstante, este trabajo no se basará simplemente en datos cuantitativos. Durante todo el estudio se estudiarán y contrastarán artículos, ensayos, noticias, e informes que en muchos casos reflejarán información cualitativa. Esta información será útil, sobre todo cuando se complemente con datos reales que permitan respaldar o no diferentes argumentos. (Sackett & Wennberg, 1997)

En todo momento se citarán las fuentes utilizadas durante el estudio, así como los datos y gráficas empleadas, siguiendo las reglas y recomendaciones oficiales de la American Sociological Society (ASA Style Citations, 2019).

### 3. MARCO TEÓRICO

#### 3.1. Listado de conceptos relevantes para la comprensión del estudio

Para una correcta comprensión del estudio, el cual se adentra en el apasionante, pero también desconocido mundo de las stock options y las startups, es conveniente familiarizarse con una serie de conceptos que una gran parte de la población desconoce. Los conceptos que se expondrán y explicarán brevemente a continuación son esenciales para poder entender las dinámicas y el funcionamiento del ecosistema startup. Por ejemplo, se explicarán conceptos importantes sobre financiamiento y compensación a empleados.

Estas definiciones permitirán al lector familiarizarse con el vocabulario y los términos concretos que se utilizan diariamente en el ámbito del venture capital y de las startups. La lectura de estos permitirá una lectura más fluida y una mayor comprensión de los temas tratados en el ensayo, buscando también evitar posibles malinterpretaciones y confusiones respecto a conceptos utilizados durante el estudio.

La selección de los conceptos explicados se basa en la relevancia de estos, así como en el grado de posible desconocimiento de los lectores sobre su significado. Los términos son utilizados con frecuencia en el sector de venture capital y startups, así como en la literatura académica que cubre estos sectores. Mediante la exposición de estos conceptos específicos se busca enfocar la atención del lector en los aspectos claves y fundamentales, proporcionando un marco sólido de conocimiento antes de entrar en mayor detalle en el estudio.

#### *Venture Capital*

El venture capital, también conocido como capital riesgo, se refiere a un tipo de inversión en la que un inversor proporciona financiación a empresas emergentes tecnológicas que, a juicio del inversor, presenta un alto potencial de crecimiento. Las empresas de Venture Capital, VCs, proporcionan capital a las startups en sus primeras etapas de crecimiento a cambio de propiedad en estas. De tal manera, las startups no deben dinero a los VCs, como sucedería en el caso de recibir deuda proveniente de una institución financiera. (Ferre Castillo, 2019)

Además de proporcionar financiación, los fondos de inversión Venture Capital normalmente proporcionan un valor añadido. Los emprendedores se benefician de la experiencia y el conocimiento de los trabajadores del fondo, los cuales muchas veces tienen experiencia previa trabajando en startups e incluso liderándolas. Los fondos de Venture Capital son fundamentales en el ecosistema startup, debido a que proporcionan el capital necesario para impulsar el crecimiento y la expansión de las startups que así lo requieran.

### *Valoración 'Post-Money'*

La valoración post money de una startup es la capitalización de mercado de todas las acciones que poseen los propietarios de ella. Se calcula como el valor de empresa establecido en la última ronda de financiación, más el dinero invertido en esta. (Fernández-Ordóñez Agra, 2018)

Por ejemplo, si una startup recibe 10 millones de euros de financiación por un Venture Capital a una valoración acordada entre ambas partes de 50 millones (pre-money), la valoración post money, que incluye las acciones otorgadas al nuevo inversor, sería de 60 millones, correspondiente a sumar 50 y 10 millones.

### *Liquidez*

La liquidez, en un contexto financiero, se refiere a la capacidad de convertir en efectivo un activo. En cuanto a inversiones en startups, la liquidez es la capacidad de vender rápidamente y sin incurrir en grandes pérdidas tus acciones. Como es de esperar, la liquidez en startups es baja, ya que la mayoría no cotizan en bolsa. La única manera de hacer líquida una posición en una startup es en el mercado secundario o en una ronda de inversión o adquisición. (Yéboles García, 2020)

La liquidez es una característica de inversión muy importante tanto para los inversores como para las empresas emergentes, puesto que es una característica que, cuanto mayor sea, brinda mayor flexibilidad y capacidad para financiar operaciones, cumplir con obligaciones financieras y responder a oportunidades de inversión.

### *Dilución*

Cuando se produce una financiación a una startup mediante un fondo de inversión de Venture Capital, se produce una ampliación de capital en la startup. En este proceso, el fondo adquiere las acciones nuevas emitidas, aumentando así el número total de acciones que componen el capital de la empresa. Por lo tanto, para una determinada valoración de una empresa, si las acciones totales de esta aumentan, el valor de una acción representará menos parte de la empresa. No es lo mismo poseer una acción de un total de 100 acciones (1%), que una acción de un total de 130 acciones (0,77%). (Baselga Lafuente, 2021)

El proceso en el que un accionista, que posee un número de acciones del capital social de una empresa, ve reducido su porcentaje de posesión de esta debido a una ampliación de capital, se denomina dilución, ‘dillution’ en inglés.

### *OPV*

Las startups son empresas ilíquidas durante las primeras etapas, debido a que las acciones de estas no cotizan en mercados públicos cotizados. Las startups son empresas privadas poseídas por sus accionistas, en las que resulta difícil vender acciones a otra persona o corporación. (Fernández-Ordóñez Agra, 2018)

Con el objetivo de facilitar la venta de acciones a empleados e inversores, es común que las startups comiencen a cotizar en bolsa, proporcionando liquidez a los accionistas, permitiéndoles vender sus acciones casi instantáneamente en brokers. Para comenzar a cotizar a bolsa se debe realizar una Oferta Pública de Valores (OPV).

Las OPVs requieren del asesoramiento de Bancos de Inversión y del pago de costes regulatorios y legales, por lo que es una operación costosa que solo se pueden permitir startups que adquieren un tamaño significativo de capitalización de mercado.

### *Mercado secundario de acciones*

Se denomina mercado secundario a aquel en el que se negocian acciones de una empresa. En el sector de startups y venture capital, tanto empleados como VCs que poseen acciones de startups, recurren al mercado secundario para vender parte o la totalidad de las acciones que poseen. El mercado secundario no requiere de intermediario que facilite la inversión, como puede ser un



bróker o banco, debido a que la transacción se puede realizar directamente entre los fondos o individuos. (Sabater Navarrete, 2017)

El mercado secundario aporta liquidez al tan ilíquido sector de las startups privadas que no cotizan en bolsa. Normalmente, las acciones vendidas en el mercado secundario se adquieren con un descuento de entre un 10 y 20% de la última valoración de la startup. Este descuento proviene de la liquidez que se aporta a un inversor que no tiene otra manera de vender sus participaciones ilíquidas.

### *'Phantom shares'*

Las phantom shares, conocidas como acciones fantasmas en español, son un mecanismo utilizado en startups para proporcionar una compensación adicional al salario base a los empleados. Se establece una asignación de valor a un producto que actúa como si fueran acciones de la empresa, sin realmente permitir al tenedor ser accionista. Es decir, es un derivado financiero. (Ibáñez Jiménez, 2001)

Brinda de la oportunidad de canjear este producto a los empleados de una startup en el futuro por efectivo, basado en el valor que la startup tenga en ese momento. Se utiliza este mecanismo de compensación como forma de motivación y de alineación de intereses, permitiendo a los empleados beneficiarse del éxito de la startup para la que trabajan sin llegar a tener una propiedad real de esta y de esta manera no diluir la propiedad de los accionistas.

### *'Vesting'*

El vesting se refiere al proceso en el cual los empleados de una startup van progresivamente adquiriendo el derecho a vender sus opciones de compra de acciones, stock options. En el vesting se establece un periodo de tiempo y ciertas condiciones, normalmente el periodo trabajando en la empresa, que los poseedores de stock options deben cumplir para ir adquiriendo el derecho a vender sus stock options. (Ibáñez Jiménez, 2001)

Por ejemplo, un acuerdo estándar de vesting sería el que permite desbloquear un 25% de las acciones tras un año de trabajo, pudiendo ejercer la totalidad al final de un periodo de 4 años trabajados. Si se abandona la startup antes de 4 años, se perdería el derecho a vender la parte proporcional de las stock options correspondientes al tiempo restante hasta llegar a 4 años.

### **3.2. Stock options y su rol en la motivación de directivos**

Las opciones sobre acciones, stock options en inglés, son un tipo de compensación ofrecida a empleados de una empresa, que les permite adquirir acciones de esta a un precio establecido en un determinado tiempo. Este mecanismo busca incentivar a los empleados a desarrollar mejor su trabajo, así como a alinearles con los objetivos de crecimiento de la empresa, permitiendo compartir los beneficios de la escalabilidad de esta. (Ibáñez Jiménez, 2001)

Las stock options desempeñan un papel crucial en la motivación de los directivos y demás empleados, ya que permite obtener ganancias significativas a largo plazo, además del sueldo que estos tengan. Con este mecanismo, los poseedores tienen la oportunidad de convertirse en accionistas de la empresa en la que trabajan, hecho que busca que estos se vuelvan más conscientes de su desempeño y tomen decisiones que promuevan el crecimiento y la rentabilidad de la empresa. Además, se fomenta un sentido de propiedad y de compromiso respecto a la compañía, lo que puede potenciar la dedicación y el esfuerzo de los poseedores de stock options gracias a la motivación que les surge.

La literatura académica existente respalda el uso de las stock options en compañías como una manera de mitigar los problemas de agencia entre directivos y accionistas. La teoría de agencia muestra como los directivos pueden actuar según su propio interés, en lugar de buscar el interés del conjunto de ellos accionistas. Las stock options ayudan a mitigar este problema porque pueden alinear los intereses de los directivos con el del resto de los accionistas, al incentivar que busquen cumplir los objetivos a largo plazo, ya que de esta manera podrán canjear sus stock options a un precio más alto.

No obstante, el efecto de las stock options puede afectar de distinta manera a la motivación de los directivos, dependiendo del contexto organizacional y las características de la empresa, como puede ser su tamaño, localización y sector. Estudios como el de Yermack (1995) afirman que las stock options pueden incentivar un comportamiento arriesgado de los directivos, así como la manipulación de informes financieros. Es importante considerar estos riesgos al diseñar y gestionar programas de stock options en las empresas, estableciendo límites adecuados para mitigar estos efectos secundarios no deseados.

Actualmente, las stock options son un mecanismo de compensación utilizado en todo el mundo. Otorgan a los tenedores un derecho, que no obligación, de adquirir un determinado número de acciones de la empresa en la que trabajan a un precio predefinido en un momento futuro específico. El enfoque que busca este tipo de compensación es el de forjar un vínculo estrecho entre los directivos empresariales y los accionistas, alineado sus intereses y creando un sentimiento de copropiedad en ellos. Se ha demostrado que son efectivas motivando a largo plazo a directivos. La posibilidad de compartir los beneficios provenientes de que la empresa en la que trabajen tenga éxito y crezca, genera un poderoso incentivo para los directivos tomen decisiones estratégicas pensando en el rendimiento y la rentabilidad a largo plazo. Además, generan un sentimiento de propiedad y compromiso, viéndose esto reflejado en un mayor esfuerzo y dedicación.

El estudio que se llevó a cabo por Jensen y Murphy (1990) demostró la existencia de correlación positiva entre compensación basada en acciones, como las stock options, y el rendimiento de la empresa en cuestión. Se argumenta en el estudio que las opciones alinean los intereses de los directivos con los de los accionistas, formando así un incentivo poderoso que provoca que los líderes tomen decisiones que maximicen el valor de la empresa. Por otro lado, la teoría de la agencia respalda también el uso de opciones sobre acciones como forma de resolver los problemas de agencia que surgen entre directivos y accionistas. (Albeiro & Duque, 1999). Mediante el mecanismo de stock options, los directivos pueden actuar en beneficio propio y al mismo tiempo el de los accionistas.

Es importante reconocer que el impacto de las stock options depende ampliamente del contexto organizacional en el que apliquen, así como las características específicas de la empresa. Algunos estudios, como el elaborado por Yermack (1995), han desarrollado preocupaciones válidas sobre riesgos como el de la provocación de comportamientos arriesgados de los directivos, o la manipulación financiera de resultados financieros, buscando ser recompensados con stock options.

Se puede concluir, por lo tanto, que las stock options son un mecanismo de compensación poderoso que permite motivar y alinear a los directivos con los accionistas. No se puede menospreciar ni obviar la capacidad de las stock options para impulsar la rentabilidad de una empresa y el compromiso de los directivos. Sin embargo, la implementación de un programa de stock options debe realizarse con responsabilidad y cautela, considerando todos los riesgos que presentan, y

estableciendo regulaciones que garanticen un uso efectivo de este mecanismo en el entorno empresarial.

### **3.3. Teorías y modelos relacionados con la compensación y motivación de accionistas**

El ámbito empresarial es complejo y se encuentra en constante cambio. Dentro de él, la motivación en directivos es un pilar fundamental para el éxito de cualquier empresa. Una organización en la que los directivos no estén motivados normalmente tendrá un desempeño inferior a la media. Los directivos, con su toma de decisiones, capacidad para gestionar equipos, y guiar estratégicamente a la empresa, constituyen un recurso sumamente valioso en una organización. Cómo impulsar y mantener a lo largo del tiempo la motivación en directivos ha sido un tema en constante exploración durante las últimas décadas, hecho que ha provocado el desarrollo de distintas teorías y modelos que buscan dar luz a las complejidades de la relación tan importante entre motivación de los directivos y su compensación salarial.

Este epígrafe pretende exponer aquellas teorías y modelos que han sido más relevantes hasta el momento. Estas teorías no solo han sido ampliamente estudiadas y desarrolladas, sino que también han generado debates y discusiones en numerosos estudios empresariales y académicos. Si comprendemos estos modelos, se puede entender mejor como distintas formas de remuneración, incluyendo stock options, pueden tener un impacto enorme en la motivación de directivos y, por otro lado, en el rendimiento y éxito de empresas.

#### *1. Teoría de la Motivación de la Expectativa de Vroom*

La teoría de las expectativas de Vroom se centra en el comportamiento del individuo, el cual está influenciado por el resultado o recompensa que espera de las acciones que realiza. Esta teoría la propuso el psicólogo Viktor Vroom, en la Universidad de Yale, en 1964. (Anta Callersten et al., 2020)

Según su teoría, la motivación en la toma de decisiones está influenciada por la conveniencia o no del resultado esperado. La teoría se enfoca en el proceso cognoscitivo sobre cómo un individuo gestiona los distintos componentes y motivaciones antes de hacer tomar la elección definitiva. Vroom establece que la motivación de un ser humano depende de 3 factores: expectativa, valencia

e instrumentalidad. Indica que la fuerza motivacional es el resultado de la siguiente fórmula: 'Fuerza motivacional = Expectativa x Instrumentalidad x Valencia'. De esta manera explica de que depende lo que una persona siente y ejerce determinadas fuerzas emocionales.

## 2. *Teoría de la Equidad de Adams*

Esta teoría fue desarrollada por John S. Adams y se centra en cómo las personas consideran la justicia en la distribución de recursos y recompensas dentro de una organización. Sugiere que los trabajadores determinan la justicia en este sentido, comparando su compensación con la de otros trabajadores de su empresa. Esto se denomina 'equidad percibida', en lugar de 'igualdad estricta', que sería la objetiva. (Adams, 1963)

La teoría de la equidad se fundamenta principalmente en los siguientes puntos:

- a) Comparación entre contribuciones: Se refiere a que las personas, tanto en el ámbito social como en el laboral, distinguimos dos tipos de elementos cuando analizamos una relación de intercambio. Por un lado, lo que aportamos en la relación, y por otro, lo que recibimos en ella. En consecuencia, analizamos esto e intentamos mantener un equilibrio entre lo aportado y percibido.
- b) Tensión o fuerza motivadora: Es la sensación que nos impulsa a actuar cuando la percepción que obtenemos de una relación no es de equidad o equilibrio. Cuanto mayor sea el desequilibrio que percibimos, mayor será la tensión que sufrimos.

## 3. *Teoría de la Agencia y el Riesgo Moral*

Esta teoría se centra en que existe una diferencia de intereses entre los propietarios de una empresa (accionistas) y los directivos, los cuales actúan como agentes de los propietarios. La separación de intereses puede dar lugar a 'conflictos de agencia', que son situaciones en las que los directivos pueden actuar en su propio beneficio en lugar del beneficio de los accionistas y la propia empresa de la que son agentes. (El Proceso de Enseñanza-Aprendizaje Universitario: Reflexiones a Través de La Teoría de Agencia, n.d.)

El Riesgo Moral surge cuando se produce lo anterior. Un ejemplo de una decisión así sería si un directivo decide tomar una estrategia empresarial de riesgo más alto a largo plazo, pero que pueda traer mayores beneficios a corto plazo. Este tipo de decisión podría verse producida por el

incentivo de directivos a obtener un bonus según los resultados financieros de la empresa en el próximo año.

#### 4. Teoría del reforzamiento de Skinner

Esta teoría, desarrollada por el psicólogo B.F. Skinner, se fundamenta en el papel que el reforzamiento tiene en la conducta. Para el psicólogo, el empleo de reforzamientos positivos y negativos era fundamental para alterar tanto la conducta humana como animal, permitiendo potenciar o eliminar comportamientos. (Guerrero De La Fuente et al., 2018)

Llegó a la conclusión de que un individuo posee más posibilidades de repetir un comportamiento que es normalmente reforzado de manera positiva, mientras que será menos probable que realice repetidamente aquellas acciones asociadas a estímulos negativos.

## **4. TIPOS DE COMPENSACIÓN**

Los CEOs de empresas tecnológicas de rápido crecimiento que son de propiedad privada, también denominadas startups, son más dependientes de sus fundadores y directivos que en el caso de otro tipo de empresas, como son las multinacionales cotizadas. Estas empresas pequeñas necesitan de líderes que puedan afrontar grandes desafíos y se enfrenten a oportunidades enormes, pero de mucho riesgo. Para poder atraer y retener talento que pueda liderar este tipo de empresas es necesario contar con unos adecuados métodos de compensación e incentivos.

Los fundadores de startups carecen en muchas ocasiones de la experiencia necesaria para poder dirigir una empresa de manera efectiva. En muchos casos son personas muy cualificadas técnicamente, pero que carecen de las habilidades necesarias para poder gestionar y crecer equipos de una forma óptima. Es común que los ‘founders’ de startups que carecen de la experiencia necesaria para dirigir su empresa busquen complementar sus habilidades con las de un CEO experimentado (Nanda & Sørensen, 2010). En estas situaciones, el uso de la compensación y el tipo de incentivo adecuado se convierte en algo indispensable para persuadir a los líderes adecuados a unirse a su empresa.

Los incentivos son fundamentales para conseguir alinear los intereses del potencial CEO con el de inversores y accionistas de la Startup (Baranchuk & Dybvig, 2009). De tal manera, se han desarrollado en las últimas décadas diversos enfoques en cuanto a la compensación de directivos en startups, desde stock options hasta bonus basados en desempeños, buscando en todo momento que el CEO esté comprometido a generar valor a largo plazo para la empresa y por lo tanto, para los accionistas.

A continuación, se procede a explorar detalladamente los cuatro principales tipos de incentivos que se emplean para compensar a directivos en startups:

### **4.1. Salario base**

El salario base es una parte fundamental de la compensación de un CEO. Este componente proporciona estabilidad y suele ser la mayor proporción de la compensación de directivos.

(Gabilondo Larrea et al., 2021) A continuación, se presentan las ventajas y desventajas de este tipo de compensación:

### *Ventajas*

#### a) Estabilidad financiera y seguridad

El salario base es la parte de la compensación que es fija, ya que no depende de ningún objetivo. Por lo tanto, si un directivo sigue en la empresa, recibirá su salario base a final de mes. Dentro de la incertidumbre que envuelve a las startups, como la variabilidad de ingresos de estas, y la alta competencia, el salario base garantiza que los recibidores posean una base financiera sólida que les permita al menos cubrir sus gastos personales y mantener un mínimo nivel de seguridad económica.

El salario base cobra especial importancia en las primeras etapas de una startup, donde la incertidumbre es máxima. Con la seguridad de un salario base, un directivo puede no tener que preocuparse de poder mantener un nivel mínimo de vida y poder hacer frente a sus gastos fijos, a pesar de la volatilidad de los resultados de la empresa en la que trabaje.

#### b) Atracción y retención de talento

Como se ha comentado anteriormente, es clave poder atraer y retener talento en una startup. Un salario base competitivo permitirá optar a atraer a CEOs altamente cualificados. Los directivos de mayor talento suelen analizar con detalle cada posible cambio laboral, por lo que garantizar un mínimo de compensación mediante un salario base competitivo podrá compensar el riesgo asumido de trabajar en una startup, en lugar de una empresa más consolidada y estable.

#### c) Transparencia y equidad interna

El salario base contribuye a que la estructura de compensación interna de una startup sea equitativa. Ayuda a prevenir conflictos internos y tensiones, debido a que se pueden establecer niveles de salario base, que sean iguales para todas las personas que tengan la misma posición en la empresa. Este aspecto es especialmente relevante a medida que una startup crece y expande su equipo, ya que la estructura de compensación se vuelve esencial. (Milkovich & Newman, 2002).



## *Desventajas*

### a) Falta de flexibilidad

En un sector en el que la agilidad y la capacidad de adaptación son fundamentales, es cierto que el salario base carece de ambas características. Si una startup crece y prospera, sus prioridades y metas pueden cambiar rápidamente. Un salario base fijo limita la capacidad de una startup para remunerar a los directivos en función de nuevas metas o cambios en la estrategia. En tales casos, la falta de compensación extra ante nuevas metas puede provocar menor motivación de los directivos en la consecución de estos.

### b) Rigidez financiera

El salario base es un gasto fijo para una startup. Debido a la incertidumbre y variabilidad de los beneficios e ingresos de este tipo de empresas, la obligación de pagar ciertas sumas de dinero cada mes es una presión financiera. Además, ante recursos escasos, si se debe asignar una parte del flujo de caja a pagos de salarios, se dedicará menor cantidad de dinero a inversión y desarrollo de producto.

### c) Falta de alineamiento a largo plazo

Si el salario base supone la mayor parte de la compensación de un CEO de una startup puede generarle una falta de alineación a largo plazo entre los objetivos de este y los de la empresa. Esta situación surge del hecho de que el salario base no depende de objetivos a largo plazo. Esta falta de alineación puede ser un problema en startups en las que se busque un crecimiento significativo y sostenido a lo largo del tiempo. (Gompers & Lerner, 2000).

## **4.2. Bonus basados en el desempeño**

Los bonus financieros basados en el desempeño suelen ser una parte de la compensación de directivos en startups. Son una forma de premiar con dinero extra al salario base por la consecución de metas y resultados específicos. (Etxegía Centenera, 2017)

## *Ventajas*

### a) Focalización en resultados cuantificables

La principal ventaja de este tipo de compensación es que se basa en conseguir resultados específicos y cuantificables. En las startups, donde cada euro es importante, este enfoque es importante porque se puede asignar una parte de la compensación del directivo a la consecución de métricas que generan caja suficiente a la empresa como para poder pagar el extra de compensación. Ejemplos de métricas son bajar de cierto valor el coste de adquisición de clientes (CAC) o cierto margen de rentabilidad.

### b) Alineación con objetivos estratégicos

Los bonus financieros basados en el desempeño se pueden diseñar de manera de que dependan de los logros que estén alineados con los objetivos de la startup. Por lo tanto, es una manera de alinear la compensación del directivo con los objetivos de la empresa, y entonces también del resto de accionistas.

## *Desventajas*

### a) Falta de liquidez

A diferencia de la compensación con stock options, el pago de bonus por el desempeño supone pagos de dinero proveniente de caja de la empresa. En lugar de dedicar el dinero a poder estar más tiempo sin financiación externa o de invertir en producto, la startup tendrá que dedicar el dinero a pagar los bonus. En startups que pierden dinero, este tipo de compensación no es utilizada normalmente.

### b) Enfoque a corto plazo

Una desventaja clara es que los bonos por desempeño pueden provocar la toma de decisiones pensando en el corto plazo y no el largo. Al querer cumplir ciertas métricas para poder obtener el bonus a final de año, un CEO puede tomar una decisión que genera beneficios a corto plazo, pero sea perjudicial en el largo plazo, ya que por ejemplo, pudiera ser mejor invertir un dinero en producto (aunque genera menor beneficio a corto plazo), para poder ganar más dinero en el futuro.

c) Incentivar malas prácticas

Al querer cumplir métricas determinadas a final de año, puede suceder que los directivos no sean transparentes con los métodos contables empleados o los números financieros mostrados en las cuentas anuales. Este tipo de incentivos puede provocar el uso de malas prácticas que perjudiquen la reputación de la empresa.

### **4.3. Incentivos no financieros**

Los incentivos no financieros abarcan aquellas prácticas y políticas diseñadas para mejorar la satisfacción laboral, promover el desarrollo profesional o fomentar un ambiente de trabajo saludable. Pueden incluir programas de formación, flexibilidad de horarios de trabajo, oportunidades de crecimiento profesional o equilibrio entre trabajo y vida personal.

#### *Ventajas*

a) Equilibrio entre trabajo y vida personal

En las startups, donde el ritmo de trabajo suele ser asfixiante, este tipo de incentivos pueden ser invaluableles. Cada vez más CEOs valoran estos beneficios y los tienen en cuenta de cara a decidir dónde trabajar y si mantenerse o no en una empresa a largo plazo. No solo ayudan a prevenir el agotamiento, sino a mejorar la satisfacción laboral y la retención de talento. (Glassdoor, 2019)

b) Motivación y Compromiso a largo plazo

Incentivos no financieros como el reconocimiento público de logros son altamente motivadores en startups. No solo motiva al CEO a dar lo mejor de sí, sino que crea una cultura de aprecio en toda la organización.

c) Cohesión y Cultura Empresarial Fuerte

La cohesión y la cultura empresarial se ven beneficiadas mediante los incentivos no financieros. Si la cultura es fuerte en una empresa, es más probable que el CEO se encuentre más motivado y alineado con los objetivos de esta.

## *Desventajas*

### a) Costes de implementación

La creación y gestión de incentivos financieros pueden suponer destinar una cantidad grande de recursos, que pueda afectar a la estabilidad económica de una startup en crecimiento. Cuanto mayor sea el tamaño de la empresa, es más escalable y rentable tener estos incentivos. En las etapas tempranas hay fuentes de gasto más importantes a corto plazo. Además, resulta difícil medir el impacto de estos programas, por lo que se puede estar gastando dinero y recursos en iniciativas que realmente no tengan el impacto que se espera de ellas.

### b) Evaluación de efectividad

A diferencia de los incentivos financieros, como bonos o acciones, es más complejo medir la efectividad de los incentivos no financieros. Resulta difícil medir la mayor o menor efectividad debido a la implementación, aumento, o disminución de incentivos no financieros. Esto surge de la imposibilidad de cuantificar impactos cualitativos en crecimiento o decrecimientos de métricas cuantitativas. Por lo tanto, no se puede demostrar que sea o no efectiva la implementación de estos incentivos, al menos en el corto plazo, por lo que hay mejores formas de utilizar la liquidez de las startups como medio de incentivo.

### c) Expectativas en constante cambio

Las expectativas de los directivos en startups cambian a lo largo del tiempo. De tal manera, un incentivo no financiero puede resultar interesante al principio, pero no a medida que pasa el tiempo. El problema reside en la menor flexibilidad de cambio de estos incentivos frente a económicos.

### d) Requiere una cultura organizacional adecuada

Los incentivos no financiero tienden a tener mayor efectividad en organizaciones dónde existe una cultura abierta que valora el desarrollo profesional y el bienestar. En startups en las que sea mayor la motivación financiera, estos incentivos no financieros pueden no ser tan efectivos (Cameron & Quinn, 2011).

## 4.4. Stock Options

### *Ventajas*

#### a) Alineación de intereses

La principal ventaja de las stock options frente a otras opciones de compensación es la alineación de intereses que provoca entre directivos y accionistas. Cuando un CEO recibe acciones de la empresa, se convierte en accionista y copropietario de la empresa, por lo que está más interesado en el que el valor de la empresa sea mayor, para poder así realizar en el futuro sus acciones por una mayor cantidad de dinero. Un directivo, siendo accionista, estará más motivado para tomar decisiones que impulsen la rentabilidad y el éxito sostenible de la startup, ya que su riqueza personal futura dependerá de ello (Bebchuk & Fried, 2003).

#### b) Retención de talento

En las primeras etapas de una empresa, la atracción y retención de talento resulta compleja, debido principalmente a la inestabilidad de esta. Además, es una de las cuestiones más importantes a las que se enfrentan los fundadores en los primeros años. Sin talento cualificado y que se mantenga en la empresa, esta tendrá menos opciones de subsistir y crecer. Al otorgar acciones a empleados y directivos, que se pueden ejercer a medida que se pasa cierto tiempo trabajando en la empresa, se fomenta el compromiso con la empresa y se reducen las opciones de que los poseedores de stock options renuncien a su posición.

#### c) Motivación a largo plazo

El éxito de una startup rara vez sucede de la noche a la mañana. Es un proceso que requiere de tiempo y esfuerzo sostenido en el tiempo. La concesión gradual de derecho de ejercitar stock options a lo largo del tiempo fomenta un enfoque a largo plazo de los tenedores. Saben que su compensación está vinculada a la creación de valor de la empresa a largo plazo, ya que en un determinado número de años podrán vender sus acciones. Los empleados y directivos desean, por tanto, que sea al mayor precio posible. Los CEOs que se encuentran motivados a largo plazo son más propensos a tomar decisiones estratégicas que beneficien a su empresa a largo plazo. (Jensen & Meckling, 1976)

## *Desventajas*

### a) Dilución accionaria

Las stock options, al ejecutarse, aumentan el número de acciones en circulación que componen una empresa. Suponen, por lo tanto, una constante ampliación de capital. A medida que se ejercen derechos de stock options por parte de empleados, el resto de los accionistas se ven diluidos. Pasan a poseer una menor proporción de la empresa, aun teniendo el mismo número de acciones. Este hecho puede ser especialmente preocupante para los inversores iniciales y fundadores, ya que son los que sufrirán la dilución en su participación a lo largo del tiempo en mayor medida.

### b) Falta de liquidez

Debido a que las startups sufren de liquidez en sus primeras etapas, resulta complicado que los empleados y directivos, aun teniendo derecho a vender sus acciones, pueda hacerlo. Esto se debe a que la startup normalmente tiene opciones de uso de su liquidez más eficientes que la de recomprar acciones. Además, no existe la posibilidad de vender acciones en mercados cotizados mientras la startup permanezca privada, lo cual es una característica común en etapas iniciales de startups.

## *Conclusión*

Tras analizar las 4 principales formas de compensación a directivos, se puede apreciar como cada tipo tiene su utilidad, pero también desventajas. En el sector de las startups, considero que las stock options son la mejor forma de remunerar a directivos, fomentando al mismo tiempo su motivación, y alineándoles con los intereses del resto de accionistas.

Cuando un directivo recibe stock options se convierte en un accionista virtual. Este hecho crea una relación fuerte entre su riqueza personal y el rendimiento que la empresa tenga a largo plazo. Los directivos tienen de esta manera un interés fuerte en tomar decisiones que permiten a la empresa crecer y aumentar su valor de capitalización. Además, no interesa que el crecimiento sea rápido, pero a corto plazo, sino que sea sostenible en el tiempo, para que mientras se ejecuten acciones durante diferentes periodos de tiempo, el precio no oscile exageradamente.

La alineación de intereses es especialmente importante dentro de una startup. Las startups son proyectos que requieren de mucho tiempo y esfuerzo para poder lograr crear una empresa grande

y estable en el futuro. La concesión gradual de acciones fomenta un compromiso a largo plazo en los directivos. Al saber que su compensación futura dependerá del desempeño de la empresa y su valor, los directivos están incentivados a tomar decisiones que beneficien esto.

Es cierto que las stock options pueden plantear problemas como la dilución accionaria y falta de liquidez en su ejecución, sobre todo en los primeros años de vida de la startup. No obstante, con una buena estructura de stock options y realizando una venta de la empresa u OPV, se pueden mitigar estos problemas.

## **5. USO DE STOCK OPTIONS. MULTINACIONALES VS STARTUPS**

Las stock options como parte de la compensación a directivos se utiliza tanto en multinacionales como en startups. El uso y efectividad puede cambiar mucho dependiendo de que en cada caso se use. Por ejemplo, muchas multinacionales cotizan en bolsa, lo que permite que tanto empleados como directivos puedan vender sus acciones de una manera más sencilla y rápida. Por otro lado, en una empresa grande la dilución es menor que en una pequeña cuando se ofrecen planes de stock options.

Las empresas multinacionales cotizadas, sobre todo en el caso de las tecnológicas, emplean frecuentemente stock options como parte de sus programas de compensación ejecutiva. Empresas como Apple y Microsoft han otorgado stock options a sus ejecutivos clave durante décadas como parte de su compensación e incentivos (Yermack, 1997). Este tipo de empresas poseen mucha liquidez, pero al mismo tiempo la necesidad de atraer y retener talento altamente cualificado. En las startups las opciones sobre acciones son una herramienta muy usada también, sobre todo en las primeras etapas de crecimiento. Según un informe de la empresa americana Carta, empresa tecnológica con sede en San Francisco, California, especializada en la gestión de tablas de capitalización y software de valoración, el 86% de las startups otorgan opciones sobre acciones a sus empleados. Este dato resalta la importancia de estas en startups, donde el capital en efectivo normalmente es limitado, pero la necesidad de atraer y retener talento es muy alta.

Estas características y situaciones distintas se exponen a continuación para poder entender las diferencias del uso de stock options como compensación a directivos según el tipo de empresa en el que se aplican. Se van a analizar como algunos aspectos clave del uso de stock options varían según en qué tipo de empresas se usa:

### **5.1. Efectividad a largo plazo**

#### *Multinacionales Cotizadas*

Como hemos comentado en secciones anteriores, las stock options son una herramienta común utilizada para alinear los intereses de directivos. No obstante, la efectividad a largo plazo es objeto



de debate cuando son utilizadas en multinacionales cotizadas. Los críticos argumentan que las opciones pueden incentivar a estos a tomar decisiones que hagan crecer el precio de las acciones a corto plazo, despreocupándose de los efectos que tales decisiones puedan provocar a largo plazo (Bebchuk & Fried, 2003).

Un estudio llevado a cabo por Lacker y Tayan (2011) en empresas del índice S&P 500, compuesto por las 500 empresas de mayor capitalización cotizadas en Estados Unidos, concluyó que un uso abusivo de stock options podría estar relacionado con un enfoque cortoplacista, donde tales empresas priorizaban optimizar las ganancias trimestrales para hacer crecer el precio de la acción a corto plazo, a expensas de realizar menor inversión a largo plazo.

### *Startups*

En startups las stock options normalmente son muy efectivas a largo plazo. Proporcionan a directivos un incentivo directo para tener la motivación suficiente como para trabajar con el objetivo de que la empresa crezca. Saben claramente que podrán canjear sus acciones en el futuro si la empresa crece lo suficiente, ya que será más probable en ese caso que puedan venderlas. Además, a mayor valor creado, más se beneficiarán económicamente.

## **5.2. Dilución accionaria**

### *Multinacionales Cotizadas*

La dilución accionaria puede generar preocupaciones en multinacionales cotizadas cuando se otorgan grandes cantidades de stock options como remuneración a directivos y empleados. Esto puede resultar en una disminución importante del capital de los accionistas existentes. Este efecto se agranda cuando las stock options se emiten después de caídas significativas del precio de la acción en bolsa. Esto se debe a que, para otorgar una misma cantidad de dinero en acciones, si las acciones valen menos, se deberá emitir un mayor número de acciones nuevas, provocando esto mayor dilución de capital. Por otro lado, es cierto que cuanto mayor sea la capitalización de la empresa, menos dilución se deberá producir para remunerar con acciones.

### *Startups*

En startups, pagar con stock options supone un sacrificio mayor en cuanto a dilución que en empresas multinacionales, las cuales son más grandes en cuanto a capitalización. Si bien esto es cierto, cabe destacar que está ampliamente aceptado que se produzca dilución en una startup para desarrollar planes de stock options. Esto se basa en que es preferible para los accionistas ver diluidas sus participaciones para remunerar a directivos y empleados, que pagarles con dinero en efectivo. Además, la remuneración en acciones presenta mayor atracción para las personas que se desean contratar, a las que no se le pueden pagar grandes cantidades de salario base por falta de liquidez en etapas iniciales.

## **5.3. Experiencia y gestión de riesgos**

### *Multinacionales Cotizadas*

Los directivos de multinacionales cotizadas suelen tener amplia experiencia gestionando empresas establecidas y bien capitalizadas. Esta experiencia influye en su percepción y valoración de stock options respecto a otros tipos de compensación. Un estudio de Finkelstein y Hambrick (1997) resaltó que los directivos de empresas de este calibre tienden a preferir compensaciones más convencionales, como salarios mayores y bonus basados en el desempeño, frente a stock options. Se indica que puede deberse también a que las multinacionales suelen ofrecer mayor seguridad y estabilidad laboral a sus empleados, lo que genera que las stock options sean menos atractivas en este caso que en startups.

### *Startups*

En startups la dinámica es diferente a la presente en multinacionales. Los directivos de startups generalmente están más dispuestos a asumir riesgos y, por lo tanto, aceptar que mayor parte de su compensación esté formada por planes de acciones. Los directivos en startups valoran las stock options como una forma de enriquecerse mayormente de un trabajo bien hecho, lo que alinea sus intereses con los del resto de accionistas.

## **5.4. Acceso a mercados de capitales**

### *Multinacionales Cotizadas*

Las multinacionales cotizadas presentan una gran ventaja en este sentido. Al cotizar en bolsa, sus acciones se negocian diariamente en mercados regulados, permitiendo que cualquier tenedor de acciones puede vender sus participaciones a precio de mercado en días, o incluso minutos. (Ibáñez Jiménez, 2013)

Este acceso a mercados públicos dota de flexibilidad a los ejecutivos que poseen acciones, ya que pueden decidir cuándo vender acciones. Esto les permite considerar las condiciones del mercado y sus propias necesidades financieras antes de vender sus participaciones. Además, a diferencia de lo que ocurre en mercados secundarios, las acciones se venden a precio de mercado, sin necesidad de aplicar un descuento en la venta para atraer compradores.

### *Startups*

En cambio, las startups, especialmente en etapas iniciales de crecimiento, presentan desafíos de liquidez de acciones para sus empleados. Al no negociarse en mercados cotizados, las acciones sólo pueden venderse en mercados secundarios o en ampliaciones de capital que realice la startup. La facilidad de esto reside en cuán grande sea la startup y como sea la regulación del país en el que se encuentre el tenedor de acciones. La falta de liquidez presenta un gran problema para los programas de stock options. Directivos y empleados tienen la incertidumbre de no saber cuándo podrán realizar la venta de sus acciones, o en caso de poder, cuándo lo podrán hacer.

## **5.5. Regulación y divulgación**

### *Multinacionales Cotizadas*

Las empresas que cotizan en bolsa en mercados públicos están sujetas a regulaciones y requisitos de divulgación rigurosos, sobre todo aquellas que cotizan en bolsas europeas o estadounidenses. Esto se debe a que son responsables de proporcionar a los inversores y al público general información financiera, precisa y veraz. En Estados Unidos, la Comisión de Valores y Bolsa (SEC) establece estándares que las empresas cotizadas en bolsas deben seguir obligatoriamente. Algunos de estos estándares se centran en la compensación ejecutiva. (Alfaro Cerezo, 2018)

En el caso de stock options, las multinacionales cotizadas que desean emplearlas deben cumplir con las regulaciones específicas que indica la SEC. Obligan, entre otros, a compartir detalladamente los detalles de cada plan de stock options, los beneficiarios y los términos. De tal manera, la SEC garantiza un alto nivel de transparencia y rendición de cuentas en cuanto a la compensación con stock options. Gracias a lo anterior, tanto inversores como organismos reguladores disponen de acceso a información completa sobre los planes de stock options de multinacionales cotizadas.

### *Startups*

En cambio, en las startups el panorama regulatorio es bastante diferente al que se presenta en multinacionales cotizadas. Están sujetas a considerablemente menor regulación y norma de divulgación, debido principalmente a que no cotizan en mercados organizados públicos y su no es posible la compra de acciones de estas para inversores particulares. Dicha situación brinda a las startups con una oportunidad, la de diseñar sus planes de opciones de acciones con mayor flexibilidad. Pueden estructurar sus planes sin la carga de cumplimiento a la que se enfrentan las multinacionales cotizadas, pudiendo adaptarlos a sus necesidades específicas y a las preferencias de los fundadores e inversores.

Sin embargo, la menor regulación tiene también desventajas. Provoca que apenas haya información pública disponible sobre la compensación de directivos. Esto dificulta el acceso a inversores y el público general al acceso a información, perdiéndose transparencia.

## **6. STOCK OPTIONS EN STARTUPS: OTRAS CONSIDERACIONES**

Otorgar a los empleados de startups, incluyendo directivos, acciones como parte de su compensación, les ayuda a compartir el éxito de su empresa y les inspira a lograr grandes cosas, alineando sus objetivos con los de los accionistas. Pero si los empleados o directivos no entienden cómo funcionan las stock options o cómo se pueden ejecutar, podrían tomar decisiones erróneas o desaprovechar la oportunidad de aumentar su patrimonio, lo que podría llevar a que los trabajadores se sientan incómodos y opten por abandonar la empresa.

En este capítulo se expondrán varios hechos respaldados por estadísticas que muestran la realidad y, en algunos casos, el problema que representan las stock options para los empleados que las poseen. Para el desarrollo del capítulo se utilizan datos públicos proporcionados de forma agregada por la empresa de gestión de capital y acciones llamada Carta.

Carta es la empresa líder en gestión de capitalización y valores en startups. Fue fundada en 2011 con la misión de ‘crear más propietarios’, al proporcionar una plataforma integral para la emisión, seguimiento y gestión de acciones. Ha conseguido digitalizar los métodos tradicionales en papel de gestión de acciones en startups, revolucionando el sector. Actualmente, ofrece una gran variedad de servicios, como: la emisión de certificados de acciones digitales, la administración de programas de ventas de acciones, la valoración automatizada de acciones tras una ronda de inversión, en incluso el facilitar la venta secundaria de acciones a empleados de startups a través de su plataforma. (Carta | Equity Management Solutions, n.d.)

Carta es una fuente fiable de datos en el ámbito de stock options en startups. Su transparencia, eficiencia y educación financiera ha hecho de Carta una elección común tanto para startups como para inversores. La elección de Carta como fuente de datos para complementar el estudio no solo se basa en la reputación de la empresa en el sector, sino también en la riqueza y profundidad de los datos que comparte. Los informes y gráficos que Carta publica ofrecen una visión detallada de la distribución de las acciones en startups. Además, ofrece información valiosa sobre tendencias en tenencia, ejecución y venta de stock options. En un sector en el que la información es privada y de difícil acceso, la información proporcionada por Carta es altamente valiosa para complementar este estudio.

## 6.1. Los empleados ‘pierden dinero’

Una stock option se denomina ‘in the money’ si la ejecución de esta por parte de un empleado supondría aumentar su patrimonio, ya que, en el momento de la ejecución, las stock options valdrían más dinero que el que les cueste ejecutarlas. (Ibáñez Jiménez, 2001)

En el siguiente gráfico se muestra el porcentaje de stock options que no son ejecutadas a pesar de encontrarse ‘in the money’ entre 2019 y 2022. Se puede observar que actualmente el 41.7% de las stock options no se ejecutan a pesar de poder generar beneficios.

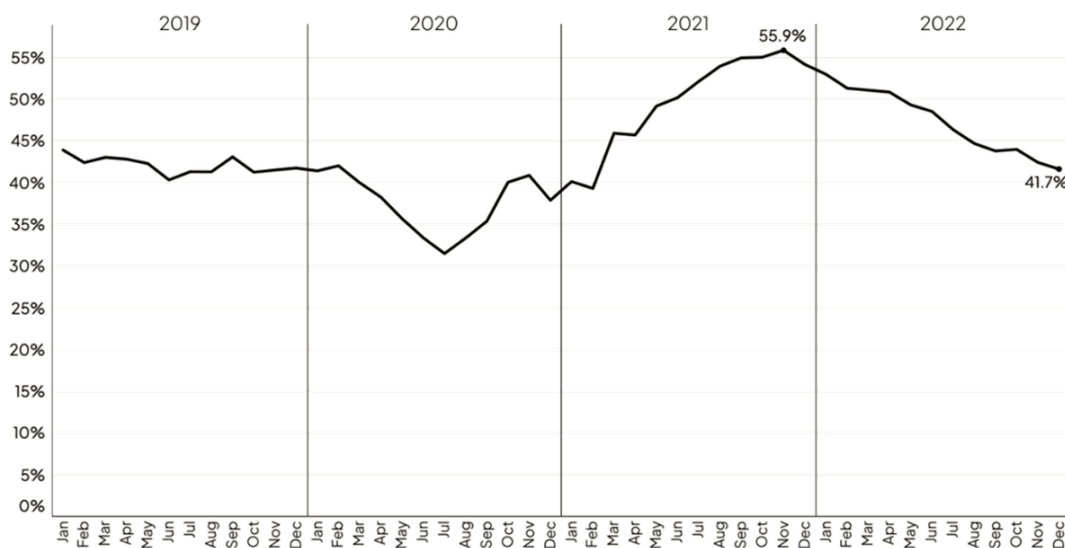


Imagen 1. Ejecución de stock options. 2019-2022. Fuente: Carta

Aunque hay muchas buenas razones por las que los empleados pueden decidir no ejercer, como no confiar en que la startup pueda ser fructífera y que pueda mantener o aumentar su valor durante los próximos años, al menos hasta que puedan vender sus acciones. Otra razón puede ser que simplemente prefieran utilizar su dinero para otros fines en lugar de ejecutar las stock options, ya que esto implica una inversión que además es ilíquida. También está el caso de aquellos que no entienden cómo funcionan y desconfían de poder ganar dinero con ellas, lo que podría deberse a la falta de educación respecto al tema. En una reciente encuesta realizada por Carta a empleados que poseían stock options, el 13% de los trabajadores afirmaron que no ejecutaban sus stock options por miedo a cometer errores o porque pensaban que ya las habían ejecutado.

## 6.2. ¿Cuánto cuesta ejecutar stock options?

Cuando un empleado ejerce su opción de compra de stock options debe pagar un coste administrativo asociado al proceso de compra. Este precio depende de muchos factores, como las condiciones específicas de las stock options que posees, o el valor de capitalización de la startup en el momento de ejecución.

El precio de ejercicio total se calcula como el precio de ejercicio de una acción individual multiplicado por el número de opciones totales ejecutadas. En el siguiente gráfico se muestra el coste medio de ejecución según la última ronda de financiamiento de la startup en la que se ejercieron las opciones. Se puede apreciar cómo el menor costo medio, \$853.62, se encuentra en la ronda semilla, mientras que el mayor, \$1711.50, en las Series C. Este hecho tiene sentido, debido a que el valor de las startups normalmente aumenta mientras van consiguiendo realizar nuevas rondas de capital. Como el coste de ejecución de las stock options suele ser directamente proporcional al valor de las acciones, a mayor valor de la acción más valor absoluto costará ejecutar las stock options que se poseen.

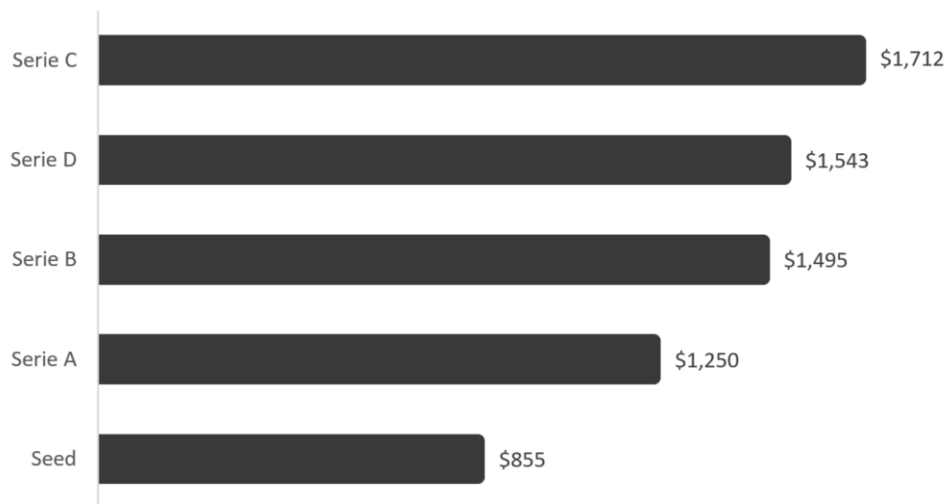


Imagen 2. Coste medio de ejecución de stock options. Fuente: Elaboración propia basada en datos de Carta

Aunque puedan parecer costes altos, se debe tener en cuenta que los pagan por personas que tienen el derecho, no obligación, de pagarlos. De esta manera, estarán dispuestos a asumir estos costes si el potencial de ganancias en el momento de la venta de sus acciones supera significativamente sus expectativas. En ocasiones, los empleados pueden pagar una décima parte del coste de una acción

al ejercer su opción de compra. En estos casos, los cuales son muy comunes, los ejecutores de stock options pasan a tener ganancias en papel inmediatamente después de pagar el coste. Si el descuento es del 90%, tendrán acciones valoradas en \$100 por cada \$10 de coste.

### 6.3. ¿Qué tipo de empleados ejerce sus stock options?

Aunque en startups es común que todo tipo de empleados reciban stock options como parte de su remuneración, este tipo de remuneración no es igual de beneficiosa según a qué tipo de nivel de empleo se les otorga.

Según encuestas realizadas por Carta, más de la mitad de los empleados de nivel de entrada, es decir, aquellos que se incorporaron recientemente a startups, no ejercieron sus opciones de compra de acciones. Esto probablemente suceda porque los empleados de reciente incorporación tienen poca experiencia en el ejercicio de opciones de acciones y podrían necesitar formación específica para tomar decisiones con confianza sobre qué hacer con sus opciones de compra de acciones. Aparte de los empleados de reciente incorporación, la mayoría de los empleados han ejercido al menos algunas de sus opciones de compra.

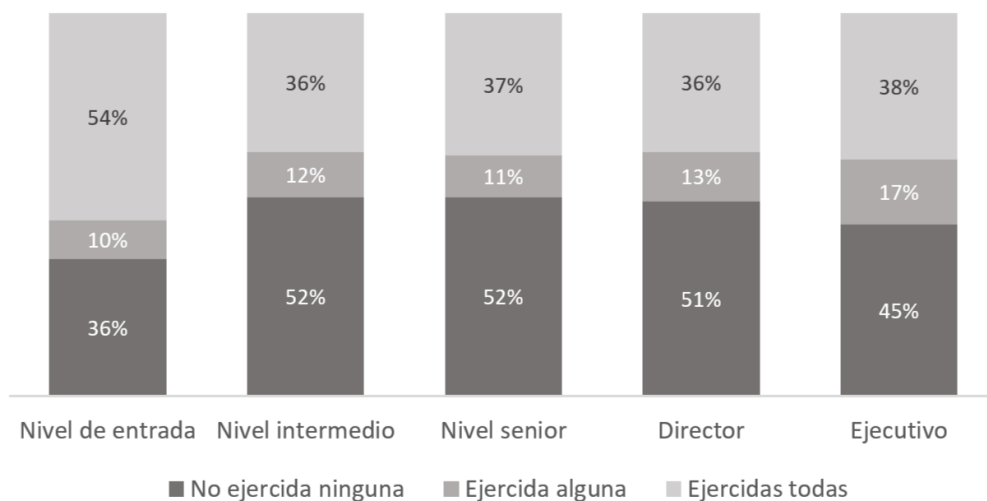


Imagen 3. Porcentaje de ejecución de stock options según nivel jerárquico del empleado.

Fuente: Elaboración propia basada en datos de Carta



Existe una brecha entre los cargos más altos y los que tienen poca experiencia. Aun así, es curioso observar cómo en todas las categorías hay al menos un 36% de opciones, más de un tercio, que no se han ejercido. Por otro lado, no todos los departamentos dentro de startups reciben la misma cantidad ni porcentaje de stock options como parte de su remuneración. Los empleados del departamento financiero, de producto, estrategia, marketing y legal son aquellos que ejecutan stock options con el valor mediano más alto (más de \$25,000), mientras que los departamentos de atención al cliente y administración son los que ejecutan menos (menos de \$15.000).

Además, coincide que los departamentos en los que menor valor se ejecuta de stock options, son además en los que se ejecuta un menor porcentaje de las stock options que poseen (menos del 40%). En cambio, dos de los departamentos en los que valor de opciones es mayor, finanzas y producto, ejecutan alrededor del 60% de sus opciones. Esto podría deberse a una mayor educación y confianza en la ejecución de estas.

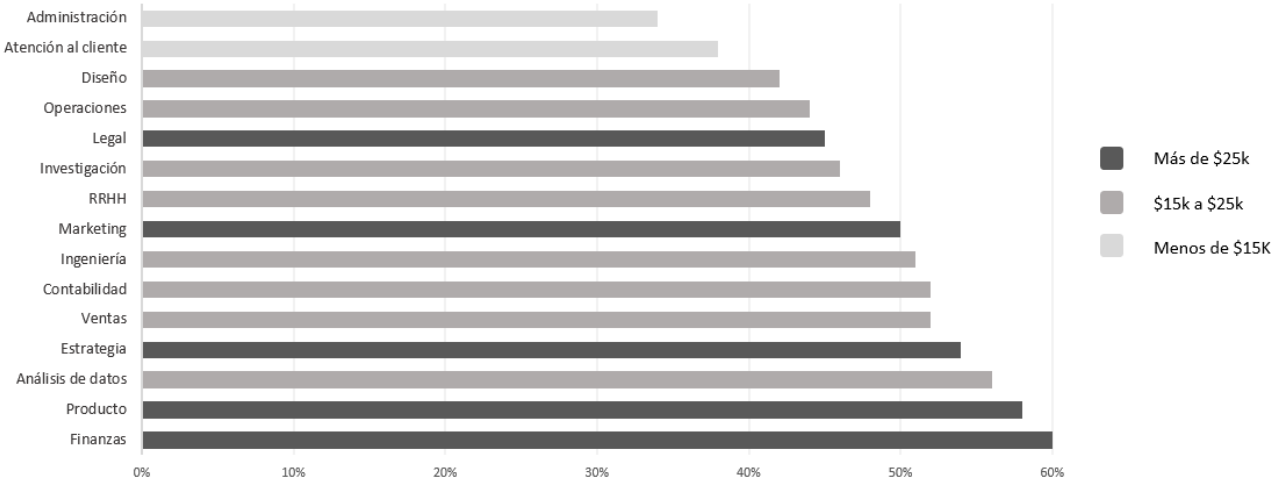


Imagen 4. Valor y porcentaje de ejecución según departamento del empleado

Fuente: Elaboración propia basada en datos de Carta

### 6.4. Valor de mercado medio

Según estudios y empresas de la empresa Carta, los valores medios de las opciones de los empleados según la última ronda de inversión, son los siguientes:

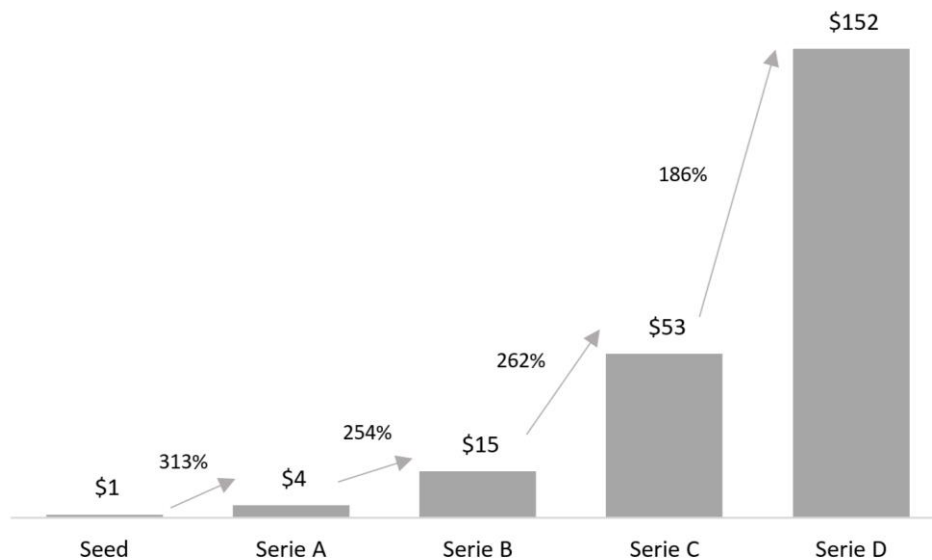


Imagen 5. Valor de mercado de stock options según la última ronda de inversión de la startup

Fuente: Elaboración propia basada en datos de Carta

El valor incluye los costes hipotéticos que supondría vender las acciones, así como los impuestos que incurrirían pagar. El valor medio aumenta a medida que las startups avanzan de ronda de inversión, como sucedía con los costes de ejecución. Del gráfico se pueden obtener dos claras conclusiones:

- a) Los empleados que reciban stock options en rondas iniciales de las startups, podrán ver multiplicado el valor de estas considerablemente si la startup consigue llevar a cabo más rondas de inversión en los siguientes años. De media, el valor en rondas semilla es de \$1, mientras que llega a \$15 en Series B, y \$152 en Series D. Cualquier empleado, al ver este gráfico, estará lo suficientemente motivado para contribuir al éxito de la startup donde trabaja y, al mismo tiempo, permanecer en ella para poder vender sus acciones.
- b) El gráfico muestra el porcentaje de incremento de precio medio de las opciones de una ronda a la siguiente. Si bien el precio siempre aumenta de media de una ronda a otra, se observa que el incremento cada vez es menor. De tal manera, un empleado o directivo que reciba stock options en etapas iniciales podrá aumentar en mayor medida su patrimonio que alguien que las recibe en etapas posteriores. Este hecho también está relacionado con

el riesgo, que es mayor en etapas iniciales, lo cual se refleja en los precios bajos de las acciones. En cambio, cuando una startup está en series posteriores, ha demostrado más y tiene menor probabilidad de fracasar, lo que aumenta el precio por acción y disminuye el potencial de ganancias en futuras rondas de inversión.

## 6.5. Educación sobre stock options en startups

Las stock options son formas de compensación que no son sencillas. Muchos empleados que reciben stock options en startups no tienen el conocimiento suficiente para poder tomar decisiones como cuando vender, cómo, etc. En el siguiente gráfico se muestran los resultados de una encuesta de Carta a empleados de startups que poseen stock options. Se les proponía la afirmación ‘Sé cómo determinar el mejor momento para vender mis stock options’ y se les pedía que dieran una respuesta de un número entre el 1 y el 5, según cuanto de representados se sentían con la afirmación. Un 5 suponía que estaban totalmente de acuerdo, mientras que un 1 suponía que estaban totalmente en desacuerdo. A continuación, se muestran los resultados:

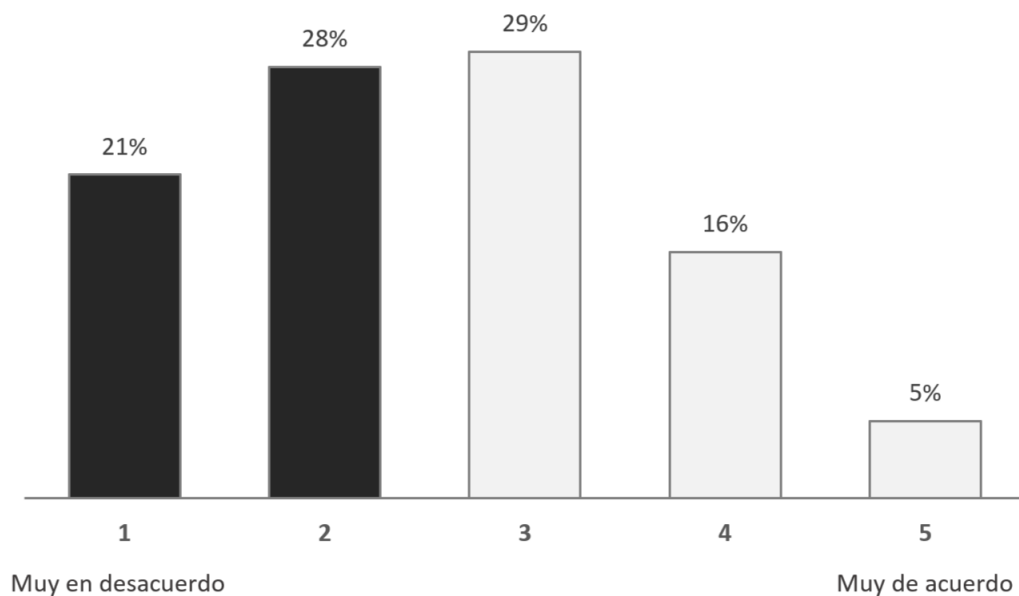
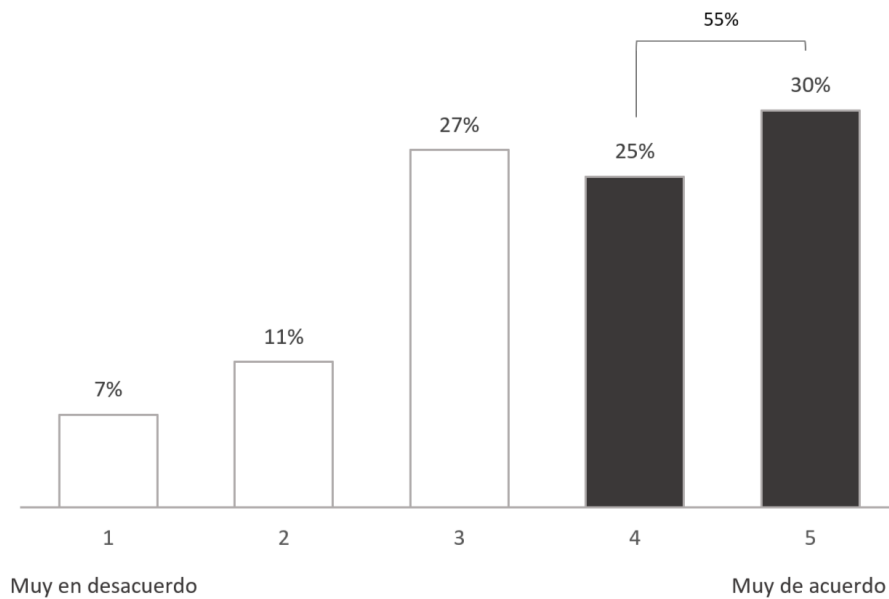


Imagen 6. Conocimiento sobre cuándo vender stock options

Fuente: Elaboración propia basada en datos de Carta

Un 49% de los encuestados estaban muy en desacuerdo o en desacuerdo, significando esto que no saben cuándo vender sus opciones, lo que denota falta de educación financiera respecto a stock

options. Además, solo un 5% ‘estaba muy de acuerdo’. Acto seguido, se les formulaba otra afirmación: ‘Es estresante para mí decidir cuándo ejecutar o vender mis acciones’. Los resultados fueron los siguientes:



*Imagen 7. ¿Es estresante para ti como empleado determinar cuándo ejercer o vender tus stock options?*

*Fuente: Elaboración propia basada en datos de Carta*

El 55% de los empleados considera estresante decidir cuándo ejercer o vender sus acciones. Solo un 7% lo encontraba ‘nada estresante’. Si indagamos más en el tema, podemos plantearnos si es culpa de una posible falta de educación de los empleados respecto a stock options, como comentábamos anteriormente. Al preguntarle esto mismo a los empleados se obtuvieron los siguientes resultados:

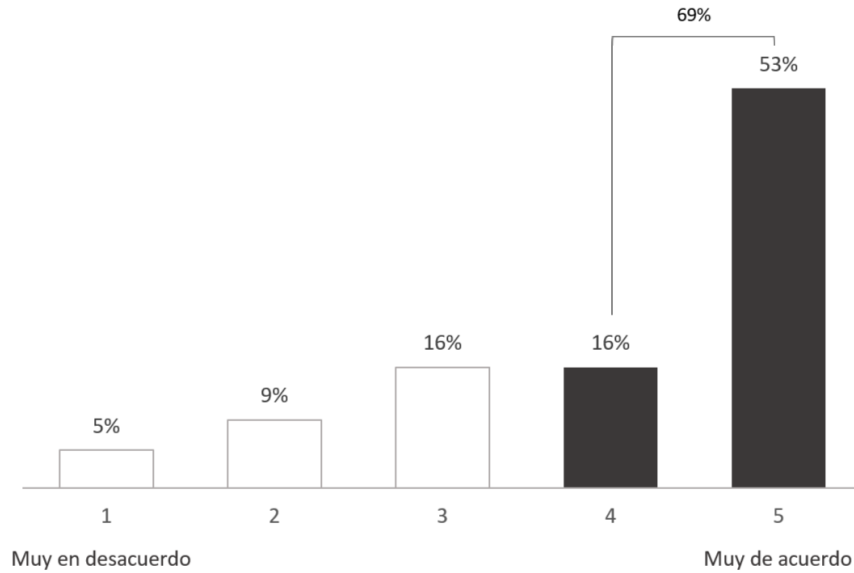


Imagen 8. ¿Crees que es necesario que tu startup te forme en cuanto a stock options?

Fuente: Elaboración propia basada en datos de Carta

El 69% de los empleados cree que es importante que su empresa les ayude a entender cómo funciona su capital, pero solo el 37% de las empresas para las que trabajan les ofrece una formación adecuada, como se muestra en el siguiente gráfico:

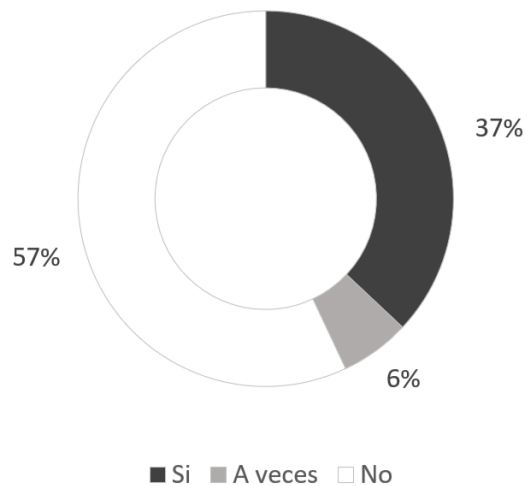


Imagen 9. ¿Tu empresa ofrece programas de formación sobre stock options?

Fuente: Elaboración propia basada en datos de Carta

El 57% de las startups de los empleados encuestados no ofrece ninguna formación sobre stock options y el 6% ofrece una formación insuficiente a sus empleados.

La educación de los empleados en startups sobre las stock options es esencial para maximizar la compensación que los empleados pueden obtener trabajando en startups, estén más motivados y alineados con los intereses de la empresa, y así la startup pueda atraer y sobre todo retener talento. Esto es aún más importante en el entorno actual, donde los empleados más jóvenes cambian de empresa cada 2 o 3 años. Ninguna startup quiere formar a un empleado para que deje la empresa cuando comienza a tener un valor alto para la compañía.

Que los empleados estén formados respecto a stock options y entiendan su valor, alinea sus intereses con los de la empresa, y por lo tanto, los del resto de accionistas, fomentando un mayor compromiso y rendimiento. También contribuye a la creación de una cultura de propiedad y responsabilidad, lo que mejora la colaboración y el compromiso en la startup.

La educación permite a los empleados tomar decisiones responsables e informadas sobre cuándo ejercer sus opciones, evitando decisiones precipitadas y maximizando su retorno financiero. Además, promueve la transparencia y la confianza en la empresa, ya que los empleados se sienten más valorados y comprometidos. Esto, a su vez, puede contribuir al crecimiento sostenible de la startup en el largo plazo.

Una plantilla educada en stock options es un activo valioso para la empresa, puesto que los empleados comprometidos y motivados tienen un impacto directo en la rentabilidad y el éxito de esta. También mejora la eficiencia operativa, por el hecho de que los empleados pueden centrarse en tareas que generan un valor máximo para la empresa, alineadas con sus intereses personales, al verse recompensados por un mejor desempeño de la empresa donde trabajan.

## 7. RECOPIACIÓN Y ANÁLISIS DE DATOS

Tras reunir, contrastar, y agrupar información y datos disponibles públicos sobre startups, stock options, y el tema principal del estudio, se busca aportar un análisis cuantitativo único y nuevo en este capítulo. Como cualquier interesado o partícipe del sector de las startups conoce, se trata de un ámbito privado y desconocido, dónde resulta sumamente complicado encontrar información pública y veraz.

Realizando el estudio he sido testigo de la privacidad del sector, ya que es prácticamente imposible obtener información cuantitativa de casos reales de rondas de inversión en startups. Me gustaría haber podido obtener información sobre cómo se otorgan planes de stock options a directivos en startups, comparando según la región en la que operan y la ronda de inversión en la que se encuentran, pero por mucho que he indagado e insistido, no me ha sido posible. Esto se debe principalmente a que no existe regulación que obligue a las startups a publicar este tipo de información, a diferencia de las empresas cotizadas, como se comenta en el capítulo anterior. Además, las startups son las primeras interesadas en no publicar este tipo de datos, ya que podrían ser copiadas o que sus datos fueran utilizados por competidores para perjudicarlas. Al no estar obligadas y no tener incentivos, no publican datos sobre sus rondas de inversión, más allá del dinero recaudado o valoración, en algunos casos.

Como comenté en el primer capítulo, trabajo en un fondo de inversión de Venture Capital, en el que soy miembro del equipo de inversión en startups. Este hecho y el apoyo de mis compañeros de trabajado me ha brindado la oportunidad de tener acceso a datos reales privados de rondas de inversión de startups de todo el mundo. Me han facilitado poder recopilar datos de estas, siempre y cuando las compartiera con cierto grado de confidencialidad. He aprovechado la oportunidad para realizar un análisis de datos diversos de rondas de inversión, centrándome en las acciones que poseían los directivos y fundadores, así como los planes de stock options que se aprobaban en cada ronda de inversión. El objetivo principal del análisis es ver si existe alguna relación entre la cantidad de stock options y acciones que poseen los directivos de las startups y el desempeño que han tenido las startups tras cada ronda de inversión, tratando de ver si son una apropiada forma de compensación que motiva a los directivos a conseguir los mejores resultados posibles, alineándose así con los intereses del resto de accionistas.

## 7.1. Descripción de la muestra

De cara a realizar el análisis, se ha recopilado la mayor muestra posible de rondas de financiación de startups. Se han reunido datos de 65 rondas de inversión únicas de un total de 28 startups diferentes. Para algunas startups se ha recopilado información de distintas rondas de financiación que han llevado a cabo. Las 28 startups provienen de 9 países distintos: Francia(FR), Reino Unido (UK), España (ES), Alemania (GER), Suecia (SW), Israel (IS), Países Bajos (NT), Finlandia (FL) y Estados Unidos (US). Las startups de la muestra representan una considerable diversidad de industrias y etapas de crecimiento. A continuación, se muestra una tabla descriptiva sobre la distribución marginal de las rondas de inversión según su país de procedencia.

<b>País</b>	<b>Rondas</b>	<b>Porcentaje</b>
ES	12	18%
FL	1	2%
FR	11	17%
GER	9	14%
IS	3	5%
NT	2	3%
SW	3	5%
UK	12	18%
US	12	18%
<b>Total</b>	<b>65</b>	<b>100%</b>

*Tabla 1. Distribución de rondas de inversión según país de procedencia*

Los países con mayor representación en la muestra son España, Reino Unido y Estados Unidos, suponiendo un 54% de la muestra conjuntamente. Con el objetivo de conseguir realizar un análisis que tuviera la mayor relevancia posible, se ha recopilado información de 11 campos diferentes en cada ronda de inversión. Los campos se muestran y describen en la siguiente tabla:



<b>Campo</b>	<b>Descripción</b>
Nombre de la Startup	Hace referencia nombre comercial de la empresa. Por motivos de confidencialidad, no se compartirán los nombres en el ensayo
Región	Región geográfica de la localización de la startup, indicando el continente dónde se encuentra ubicada
País	País donde está localizada la startup
Fecha	Fecha en la que se produjo la ronda de financiación documentada
Tipo de ronda	Se indica el tipo de ronda de financiación (Semilla, Serie A, etc.)
Financiación en la ronda	Financiación que se recibió en cada ronda, en euros
Valoración Post Money	Valoración de la compañía tras la ronda de inversión
% de Acciones	Porcentaje de propiedad del equipo fundador y directivos
% de Stock Options	Porcentaje de stock options respecto al número total de acciones
% Total de Directivos	Porcentaje total (acciones ordinarias + stock options) del equipo fundador y directivos
Éxito de la empresa después de la ronda	‘Sí’ o ‘No’ según el desempeño de la Startup en los años siguientes a la ronda de financiación

*Tabla 2. Descripción de los campos que componen la muestra de datos*

Las rondas de startups recopiladas y analizadas se distribuyen según la etapa de financiación, siendo la más temprana cuando reciben dinero en fase Pre-seed, y la más tardía cuando se encuentran en etapa Series C. Lo común es que la startup sea más grande y reciba más financiación cuanto más tardía sea la etapa en la que se encuentra. La distribución según el tipo de ronda de las rondas analizadas es la siguiente:

<b>TIPO</b>	<b>Rondas</b>	<b>Porcentaje</b>
Pre-seed	5	8%
Seed	19	29%
Series A	22	34%
Series B	10	15%
Series C	9	14%
<b>Total</b>	<b>65</b>	<b>100%</b>

*Tabla 3. Distribución muestra según tipo de ronda*

Se puede observar como la etapa más presente en las rondas de la muestra es Series A, representando un 34%, seguido de Seed, representando un 29% de la muestra. Las etapas menos representadas son Pre-seed (8%) y Series C (14%).

El éxito después de una ronda de financiación se determina según si una startup ha conseguido en los años siguientes realizar otra ronda de inversión o si ha podido hacer una venta a mayor valoración. Si ha conseguido que los fondos de inversión presentes puedan vender sus participaciones a mayor valor que cuando invirtieron, la ronda anterior habrá sido exitosa.

A continuación, se observa como 42 de 65 rondas analizadas fueron exitosas, representado un 65% del total:

<b>¿Éxito?</b>	<b>Rondas</b>
No	23
Si	42

*Tabla 4. Distribución muestra según éxito posterior a una ronda de inversión.*

## 7.2. Análisis según éxito de la ronda de inversión

En la siguiente tabla se muestran de forma agregada datos medios de las rondas de inversión de la muestra dividida en 2 grupos, las que supusieron un éxito posterior de la startup y las que no:

¿Éxito?	Rondas	% Directivos	% StockOptions	Total % Directivos
No	23	36%	10.2%	46%
Si	42	45%	11.6%	56%
<b>Total</b>	<b>65</b>	<b>42%</b>	<b>11.1%</b>	<b>53%</b>

Tabla 5. Análisis de la muestra según si la ronda tuvo éxito.

La media de cada columna de todas las rondas analizadas se puede observar en la última fila. La media del porcentaje de acciones que poseía el equipo directivo en la muestra fue del 42%. En cambio, se observa como en las rondas que no tuvieron éxito el porcentaje era menor, siendo de un 36%, un 6% menor que la media. Si se observan las que sí tuvieron éxito, estas presentan un porcentaje de posesión de acciones de los directivos del 45%, representando un 3% más que la muestra. La diferencia entre las medias de las startups que si tuvieron éxito y las que no es de un 9% en términos absolutos. De tal manera, las que sí tuvieron éxito respecto a las que no presentaron un 25% más de posesión de acciones en términos relativos (45% frente a 36%).

La media del porcentaje de stock options que poseía el equipo directivo en la muestra fue del 11.1%. En cambio, se observa como en las rondas que no tuvieron éxito el porcentaje era menor, siendo de un 10.2%, un 0.9% menor que la media. Si se observan las que sí tuvieron éxito, presentan un porcentaje de posesión de acciones de los directivos del 11.6%, representando un 0.5% más que la muestra. La diferencia entre las medias de las startups que si tuvieron éxito y las que no es de un 1.4% en términos absolutos. De tal manera, las que sí tuvieron éxito respecto a las que no, presentaron un 13.7% más de posesión de acciones en términos relativos (11.6% frente a 10.2%).

La media del porcentaje de stock options y acciones, en su conjunto, que poseía el equipo directivo en la muestra fue del 53%. En cambio, se observa como en las rondas que no tuvieron éxito el

porcentaje era menor, siendo de un 46%, un 7% menor que la media de la muestra, 53%. Si se observan las que sí tuvieron éxito, presentan un porcentaje de posesión de acciones de los directivos de un 56%, representando un 3% más que la media de la muestra. La diferencia entre las medias de las startups que sí tuvieron éxito y las que no es de un 10% en términos absolutos. De tal manera, las que sí tuvieron éxito respecto a las que no, presentaron un 21.7% más en términos relativos de posesión de acciones y stock options, en conjunto (56% frente a 46%).

### 7.3. Análisis según tipo de la ronda de inversión

En la siguiente tabla se muestran de forma agregada datos medios de las rondas de inversión de la muestra dividida en 5 grupos, según el tipo de ronda de inversión.

<b>Tipo</b>	<b>Rondas</b>	<b>Acciones</b>	<b>Stock Options</b>	<b>Total Directivos</b>
Pre-seed	5	64%	12.7%	77%
Seed	19	49%	9.8%	59%
Series A	22	41%	10.7%	52%
Series B	10	34%	10.9%	45%
Series C	9	27%	8.9%	36%

*Tabla 6. Análisis muestra según si el tipo de ronda de inversión*

Se observa en la Tabla 6 que en las rondas Pre-seed es cuando más porcentaje de acciones poseen los directivos de las startups de la muestra. Este hecho tiene sentido debido a que es la primera ronda de financiación a la que se enfrentan las startups, por lo que también es la primera vez que las participaciones de los fundadores y directivos se ven diluidas. Se aprecia además como la posesión de acciones va disminuyendo según el tipo de ronda. En Seed se posee, de media, una menor proporción de acciones que en Pre-seed, en Series A menos que en Seed, en Series B menos que en Series A, y, por último, en Series C menos que en Series B. Esto se debe a que, con cada nueva ronda de inversión que sucede, y, por lo tanto, entrada de capital nuevo a la startup, los accionistas anteriores ven reducida su participación accionarial. Es común en el sector de Venture Capital que los accionistas de una startup vean diluida su participación en torno a un 20% en cada nueva ronda de inversión.

Si se observan los porcentajes medios de stock options en cada ronda de inversión, se aprecia que, a diferencia que en porcentaje de acciones, no va disminuyendo el valor a media que se avanza de ronda de inversión. Esto se debe a que, aunque tras una ronda de inversión el porcentaje de stock options existente se ve diluido, como sucede con las acciones, lo diferente es que en cada ronda de inversión es común que se emitan nuevas stock options, que se dividen entre directivos, empleados, y un porcentaje para futuros empleados. No obstante, también ocurre que la media de posesión de stock options de directivos es mayor en ronda Pre-seed, como sucedía en el porcentaje de acciones.

Por último, respecto a la Tabla 6, se debe destacar que el dato medio de total de participación de directivos es mayor en rondas Seed, mínimo en Series C, y como sucedía en el porcentaje de acciones, es decreciente a medida que se producen nuevas rondas de inversión. Es importante saber que esta característica es normal porque entran nuevos accionistas en cada ronda de inversión. Además, si la capitalización de una empresa sube, para otorgar una determinada cantidad de euros en stock options, se requerirá de menos acciones si el valor de cada una de ellas es menor, suponiendo, por lo tanto, menor porcentaje del total de acciones.

En la Tabla 7, mostrada a continuación, se observa cómo a medida que se avanza en cuanto a tipo de ronda, tanto la financiación obtenida como la valoración de la ronda aumentan. En Series C se aprecia como la financiación es 100 veces mayor de media que en Seed, al igual que ocurre en valoración.

<b>Ronda</b>	<b>Financiación</b>	<b>Valoración</b>
Pre-seed	€ 720,000	€ 5,000,000
Seed	€ 2,705,474	€ 12,552,632
Series A	€ 9,136,364	€ 59,145,455
Series B	€ 35,050,000	€ 297,400,000
Series C	€ 82,888,889	€ 549,386,111

*Tabla 7. Financiación y valoración media según tipo de ronda.*

Si se divide la muestra según el tipo de ronda y, posteriormente, según si tuvieron éxito o no, mostrando los porcentajes de acciones y stock options que poseían los directivos tras la ronda, se obtiene la siguiente tabla:

<b>Ronda</b>	<b>¿Éxito?</b>	<b>Acciones</b>	<b>Stock Options</b>	<b>Total Directivos</b>
Pre-seed	No	55%	13.3%	68%
	Si	70%	12.3%	82%
Seed	No	44%	8.7%	53%
	Si	53%	10.9%	64%
Series A	No	32%	10.7%	42%
	Si	46%	10.7%	57%
Series B	No	23%	12.8%	36%
	Si	37%	10.4%	48%
Series C	No	10%	8.1%	18%
	Si	32%	9.1%	41%

*Tabla 8. Rondas según su tipo y el éxito posterior de la startup.*

Los resultados mostrados en la Tabla 8 son realmente interesantes y están alineados con el resto del análisis. Se observa cómo, independientemente del tipo de ronda, las rondas de inversión que tuvieron éxito presentan una mayor media de porcentaje de acciones pertenecientes a directivos. Sucede lo mismo con el total, calculado como suma del porcentaje de acciones y stock options de los directivos. Estos resultados indican una relación directamente proporcional entre el porcentaje de acciones de directivos tras una ronda de inversión y el desempeño posterior de la startup. No obstante, no se observa una relación significativa entre el porcentaje de stock options presentes y el desempeño posterior de la startup, lo que sí sucede entre el total de acciones y el desempeño.

## 7.4. Análisis según región

En la siguiente tabla se muestran de forma agregada datos medios de las rondas de inversión de la muestra dividida en 2 grupos, las que son en Estados Unidos, y las que son en Europa:

Continente	Acciones	Stock Options	Total
EU	44%	10%	54%
US	35%	11%	46%
<b>Total</b>	<b>42%</b>	<b>10%</b>	<b>53%</b>

Tabla 9. Análisis según continente (I).

Si se divide la muestra según continente, y posteriormente, según si tuvieron éxito o no, mostrando los porcentajes de acciones y stock options que poseían los directivos tras cada ronda de inversión, se obtiene la siguiente tabla:

Continente	¿Éxito?	Acciones	Stock Options	Total Directivos
EU	No	38%	10.0%	48%
	Si	47%	10.3%	57%
US	No	28%	10.3%	39%
	Si	39%	11.5%	50%

Tabla 10. Análisis según continente y éxito (I).

Se observa cómo, tanto en Europa como en Estados Unidos, las rondas de financiación de startups que tuvieron éxito presentan un mayor porcentaje de acciones y de stock options en posesión de directivos que las startups que no tuvieron éxito. Este hecho demuestra cómo las stock options y una mayor posesión de acciones de la startup por parte de los directivos logra aumentar el valor de los accionistas.

A continuación, se muestra la financiación y valoración media de las startups según el continente del que provienen:

<b>Continente</b>	<b>Financiación</b>	<b>Valoración Startup</b>
EU	€ 22,971,774	€ 159,412,736
US	€ 11,250,000	€ 86,191,667
<b>Total</b>	<b>€ 20,807,754</b>	<b>€ 145,895,000</b>

*Tabla 11. Análisis según continente (II).*

Se observa cómo la financiación y valoración media es mayor en las startups de Europa de la muestra. Esto se debe a que en la muestra se encuentran startups de mayor tamaño provenientes de Europa.

También se puede apreciar en la siguiente tabla como las rondas que han tenido éxito tuvieron tanto mayor financiación como valoración que las startups que no:

<b>Continente</b>	<b>¿Éxito?</b>	<b>Financiación</b>	<b>Valoración</b>
EU	No	€ 9,663,368	€ 46,114,474
	Si	€ 30,408,824	€ 222,726,471
US	No	€ 6,000,000	€ 25,825,000
	Si	€ 13,875,000	€ 116,375,000

*Tabla 12. Análisis según continente y éxito (II).*



## 8. CONCLUSIÓN

Las conclusiones del trabajo respaldan la afirmación de que las stock options son una herramienta efectiva para incentivar y alinear a los directivos de startups con los intereses del resto de los accionistas. La profundidad del análisis arroja luz sobre varias facetas que respaldan esta afirmación.

En primer lugar, al recibir opciones para adquirir acciones de la empresa a un precio predeterminado en el futuro, los directivos se convierten en accionistas virtuales. Esta relación directa entre su riqueza personal y el rendimiento de la startup provoca que los directivos busquen tomar decisiones que favorezcan la rentabilidad y el crecimiento sostenible de la startup en el largo plazo.

En segundo lugar, las stock options son una poderosa herramienta para atraer y retener talento, particularmente en las fases iniciales de una empresa, cuando existe mayor incertidumbre y una intensa competencia por talento. La posibilidad de obtener acciones y ser beneficiario del rendimiento futuro de la empresa en la que se trabaja, sirve como una motivación relevante para que los directivos se comprometan con la startup en mayor medida que si no poseyeran acciones.

Aunque se reconoce que las stock options no están exentas de limitaciones, como la dilución accionarial y la limitada liquidez de las acciones de estas en las primeras etapas de crecimiento, sus ventajas superan con creces estas desventajas respecto a otras formas de compensación. Estas conclusiones se apoyan en la fortaleza única de este trabajo, la recopilación y el análisis de datos provenientes de 65 rondas de inversión de 28 startups procedentes de 9 países diferentes. Este enfoque cuantitativo permite extraer conclusiones sobre la relación entre la compensación de directivos y el rendimiento posterior de estas empresas emergentes.

El análisis de datos expuesto en el estudio respalda que las startups que tuvieron éxito después de una ronda de inversión presentaron un compromiso más sólido por parte de sus directivos. Este compromiso se reflejó en el hecho de que los directivos tenían un mayor porcentaje de acciones y stock options en comparación con los directivos de las startups que no tuvieron éxito. Además, se muestra como la distribución de la posesión de acciones y stock options por parte de los directivos varía según la etapa de la ronda de inversión. En etapas iniciales, como Pre-seed y Seed, se tienden a otorgar un mayor porcentaje de acciones a los directivos. A medida que avanzan hacia rondas

posteriores, como Series A, B y C, la posesión de acciones disminuye, siguiendo la típica dilución de los accionistas en rondas sucesivas. Sin embargo, el porcentaje de stock options no sigue esta tendencia, ya que las emisiones de nuevas stock options en cada ronda contrarrestan la disminución de la posesión de acciones de los directivos. Esto sugiere que las stock options juegan un papel fundamental en la retención de talento y la motivación de los directivos en el proceso de crecimiento de una startup, sobre todo en las que han tenido éxito.

Por último, en empresas consolidadas cotizadas en bolsa, la estabilidad en cuanto a financiación, gracias a que cotizan en bolsa, se ve contrarrestada por la existencia de regulaciones estrictas, estructuras organizativas rígidas, y tener que hacer pública mayor disponibilidad de información financiera. En contraste, en startups, la flexibilidad, rapidez y la necesidad de atraer talento destacan la importancia crucial de las stock options. En estas, el uso de stock options presenta mayor eficacia que en multinacionales cotizadas. Este hecho se debe principalmente a que las startups no pueden competir en cuanto a estabilidad y compensación monetaria respecto a empresas más consolidadas, por lo que las stock options emergen como una forma de compensación clave para atraer y retener talento, así como para alinear los intereses de directivos en estas.

## **9. LIMITACIONES DEL ESTUDIO Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN**

### **9.1. Limitaciones del estudio**

Es importante tener en cuenta las limitaciones de este estudio al considerar sus hallazgos y aplicabilidad. Una de las limitaciones principales es el tamaño de la muestra. A pesar de los esfuerzos por disponer del mayor número de startups y rondas de inversión posibles en la muestra, se consiguieron 28 startups de Europa y Estados Unidos, y 65 rondas de inversión en total de estas startups. El tamaño de la muestra es relativamente pequeño en comparación con el total de startups en estas regiones. Las startups pueden operar en industrias, con enfoques comerciales y en etapas de desarrollo distintas. El reducido tamaño de la muestra podría no ser completamente representativo la diversidad del sector y, por lo tanto, limita la capacidad de generalizar los resultados a todas las startups. Lo que es válido para estas 28 startups no necesariamente se puede aplicar a otras. Es posible que las dinámicas y la efectividad de las stock options varíen en industrias con menor o nula representación en la muestra.

Además, la limitación relacionada con la disponibilidad de datos es crucial. Los resultados de este estudio dependen en gran medida de la disponibilidad y precisión de los datos. El sector de las startups es privado y es difícil conseguir información. Por lo tanto, los resultados pueden estar sesgados hacia un tipo específico de industria y región.

Por otro lado, algunos datos, como el éxito a largo plazo de las empresas después de las rondas de inversión, podrían no ser totalmente ciertos. Es una variable que depende de muchos factores y puede ser subjetiva. Además, lo que ahora parece una ronda exitosa, puede no ser considerada igual en 2 años, si la startup ha fracasado para entonces.

El estudio también se ve afectado por no considerar factores macroeconómicos o eventos externos que podrían haber influido en el rendimiento de las startups después de una ronda de inversión. Los resultados reflejan el desempeño de las startups en un contexto determinado, sin considerar factores económicos más amplios. Eventos como crisis económicas, cambios en la regulación gubernamental o tendencias del mercado pueden influir significativamente en el éxito de las startups, y estos factores no se incluyen en el análisis. Podría ser que algunas startups hubieran

sido exitosas si no fuera por haber experimentado la pandemia de Covid-19. También podría producirse el caso contrario, que startups se hayan visto beneficiadas por la pandemia, ya que aceleró considerablemente la adopción de muchas tecnologías. La limitación de tiempo es otro factor importante que considerar como estamos viendo. El análisis se centra en el tiempo transcurrido desde las rondas de inversión. Sin embargo, la duración del período post-inversión es variable y podría no capturar completamente el éxito a largo plazo de las startups.. Un análisis más prolongado en el tiempo podría ofrecer una comprensión más profunda de cómo las stock options influyen en el desempeño empresarial a lo largo de los años. Además, al utilizar información disponible, se hace uso de startups y rondas que en su mayoría han ocurrido en los últimos 10 años. Por lo tanto, las conclusiones y hallazgos de esta década no tendrían por qué extrapolarse al futuro.

Además, es importante mencionar la limitación de estudio en cuanto al carácter observacional del este. Se trata de un estudio observacional basado en datos existentes de rondas de inversión y el desempeño posterior de las startups. No se han llevado a cabo intervenciones controladas, por lo que el estudio no puede establecer relaciones de causalidad entre el uso de las stock options y el éxito de las startups. Aunque podamos extraer que existe una correlación o asociación positiva entre ambas variables, no sería correcto determinar con certeza si las stock options han causado directamente un mejor desempeño.

Otra limitación del estudio es la confidencialidad de los datos que conforman la muestra. Si bien es cierto que se han tomado medidas para garantizar la confidencialidad de las empresas estudiadas, la naturaleza de la investigación plantea preocupaciones en torno a la privacidad y la protección de datos recopilados. El estudio se ha centrado en presentar los resultados y el análisis de manera agregada, sin revelar nombres específicos de empresas, con el fin de proteger la confidencialidad de estas. La publicación de datos específicos podría perjudicar la posición competitiva de una startup frente a sus competidores, por lo que se debe tener especial cuidado. De tal manera, si no existiera esta limitación, se podrían haber recopilado datos de un mayor número de rondas de inversión, ya que habría sido más sencillo tener acceso a estos.

Finalmente, la generalización del estudio es otra limitación importante. Los resultados son aplicables principalmente a startups de Europa y Estados Unidos, no teniendo por qué ser generalizables a otras partes del mundo. En muchos casos, diferentes regiones presentan dinámicas

empresariales y regulaciones distintas. Estas diferencias pueden influir en la efectividad de las stock options; por lo tanto, no se deben generalizar los resultados del estudio.

A pesar de las limitaciones, el estudio sigue siendo valioso y proporciona información significativa sobre la efectividad de las stock options en startups. Estas limitaciones también sirven como base para futuras investigaciones, las cuales pueden centrarse en abordar estos desafíos y buscar una comprensión más profunda y completa de la motivación de los directivos en startups, partiendo de los hallazgos de este estudio.

## **9.2. Futuras líneas de investigación**

A raíz del estudio presente, surgen las siguientes posibles líneas de investigación para futuros estudios:

### *1. Comparación cuantitativa con otras formas de compensación*

Es fundamental comparar las stock options con otras formas de compensación, como bonus o salario base, para analizar cómo logran incentivar y alinear a los directivos de startups. Aunque en este estudio se han comparado diversas formas de compensación para directivos en startups, el análisis ha sido cualitativo, centrándose en estudiar y comparar las principales ventajas y desventajas que presentan.

No obstante, sería de gran interés y utilidad poder comparar las diferentes formas de compensación desde una metodología cuantitativa. Esto implicaría la recopilación de datos sobre la retención de directivos, el desempeño financiero de la empresa y la satisfacción de los empleados, según distintas formas de compensación. Los resultados de tales estudios podrían proporcionar orientación a las startups sobre la elección de la compensación más adecuada para sus directivos, basándose en resultados matemáticos. Sin embargo, este estudio no ha abordado esta posibilidad, ya que se ha centrado en su análisis cuantitativo específicamente en las stock options.

## *2. Efecto en la cultura y valores de la empresa*

Esta área de investigación se centraría en cómo las stock options influyen específicamente en la cultura y los valores presentes en una startup. De tal manera, se trataría de ver como también estos efectos influyen en el desempeño de las startups a largo plazo. Se podrían llevar a cabo encuestas y entrevistas a directivos y empleados para entender si la implementación de stock options logra un cambio en la cultura empresarial y cómo esto, a su vez, influye o no en el futuro de la startup. Los resultados ayudarían a startups a modificar sus políticas de compensación con el fin de promover y respaldar sus valores, así como para mejorar el rendimiento financiero a largo plazo que obtendrían los accionistas.

## *3. Modelos de medición de stock options*

Esta línea de investigación se enfocaría en desarrollar modelos cuantitativos y herramientas de medición del impacto de stock options. Esto implicaría la elaboración de indicadores clave de rendimiento (KPIs) específicos que facilitarían la evaluación de la influencia de las stock options en la motivación de los directivos. Esta metodología podría proponerse simultáneamente a startups, para que puedan recoger datos relacionados con las stock options y evaluar el impacto de sus programas de manera continua, ajustándolos según las circunstancias concretas.

## *4. Ampliación de la muestra del estudio*

Sería de alto interés académico ampliar la muestra de rondas de inversión de startups con sede en Europa y Estados Unidos. Esto permitiría comparar los resultados con los mostrados en el análisis de este estudio. En caso de ser similares, corroborarían las conclusiones, proporcionándoles mayor relevancia al haber ampliado la muestra, y por lo tanto, la certeza.

Asimismo, sería de gran interés replicar el estudio en otras zonas geográficas del mundo. Este estudio se ha centrado en Europa y Estados Unidos. Un estudio similar al presente con datos de Asia, por ejemplo, permitiría comparar la efectividad de las stock option con otra región distinta. Además, la región asiática en concreto presenta un interés especial debido al auge de potencias

como China y al consiguiente desarrollo del sector de startups y Venture Capital que está teniendo lugar en la región.

## 10. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ADAMS, J. S. (1963). Wage Inequities, Productivity and Work Quality. *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society*, 3(1), 9–16. <https://doi.org/10.1111/J.1468-232X.1963.TB00805.X>
- Albeiro, G., & Duque, C. (1999). *Teoría de la agencia y sus aplicaciones*. <https://www.researchgate.net/publication/288823955>
- Alfaro Cerezo, P. (2018). *Impacto económico de una elevada penetración de vehículos eléctricos en España*. <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/21896>
- American Sociological Association. (1999). *Código de Ética del Comité de Ética Profesional de la ASA*. [www.asanet.org](http://www.asanet.org)
- Anta Callersten, C., Martín Rodrigo, M. J., & Núñez Partido, A. (2020). Hacia un enfoque sostenible de retribución que incluya las expectativas de la población trabajadora. *Revista Icade. Revista de Las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, 108. <https://doi.org/10.14422/ICADE.I108.Y2019.002>
- ASA Style Citations (American Sociological Society). (n.d.). <https://doi.org/10.1016/j.jco.2008.01.001>
- Bamber, L., Gaver, J., Gaver, K., Harford, J., Hentschel, L., Kothari, S. P., Lambert, R., Larcker, D., Leone, A., Mawani, A., Mikkelsen, W., Rajan, M., Schrand, C., Stuart, N., Willis, R., Core, J., & Guay, W. (1995). *The use of equity grants to manage optimal equity incentive levels*.
- Baranchuk, N., & Dybvig, P. H. (2009). Consensus in diverse corporate boards. *Review of Financial Studies*, 22(2), 715–747. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn052>
- Baselga Lafuente, A. F. (2021). *La capitalización de deuda como medida de reestructuración empresarial y efectos sobre los socios*. <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/49292>
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). *NBER WORKING PAPER SERIES EXECUTIVE COMPENSATION AS AN AGENCY PROBLEM*. <http://www.nber.org/papers/w9813>
- Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. In *Source: The Journal of Finance* (Vol. 52, Issue 4).
- Brian J. Hall, & Jeffrey B. Liebman. (1997). Are CEOs really paid as bureaucrats? *National Bureau of Economic Research*.
- Cameron, K. S., & Quinn, R. E. (2011). *Diagnosing and Changing Organizational Culture: Based on the Competing Values Framework*.
- Carpenter, J. N., Remmers, B., thank Yakov Ami-hud, W., Barber, B., Brenner, M., Brown, S., Dybvig, P., Elton, E., Grundy, B., John, K., Figlewski, S., Lemmon, M., Lynch, A., Murphy, K., Ofek, E., Richardson, M., Seyhun, N., Stambaugh, R., & Yermack, D. (2000). *Executive Stock Option Exercises and Inside Information*.
- Carta | Equity Management Solutions. (n.d.). Retrieved November 12, 2023, from <https://carta.com/>



- David F. Larcker, & Brian Tayan. (2011). *Seven Myths of Corporate Governance*.  
<http://www.gsb.stanford.edu/cldr/>.
- Ekici, E., & Ruseva, M. Y. (2022). Do stock options and stock awards provide managers different incentives for corporate disclosure? *Advances in Accounting*, 59.  
<https://doi.org/10.1016/j.adiac.2022.100628>
- El Proceso de Enseñanza-aprendizaje Universitario: Reflexiones a Través de la Teoría de Agencia*. (n.d.). Retrieved November 18, 2023, from <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/12556>
- Etzegía Centenera, I. (2017). *Régimen jurídico-laboral del Bonus : marco normativo y jurisprudencial*.  
<https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/11653>
- Fernández-Ordóñez Agra, M. (2018). *Valoración e inversión en Start-ups : investigación de los métodos de valoración de Start-ups*. <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/19299>
- Ferre Castillo, M. (2019). *Análisis del panorama del venture capital en España: un estudio empírico*.  
<https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/27467>
- Finkelstein, S., Hambrick, D. C., & Reger, R. K. (1997). Review Reviewed Work(s): Strategic Leadership: Top Executives and Their Effects on Organizations by. In *Source: The Academy of Management Review* (Vol. 22, Issue 3). <https://www.jstor.org/stable/259414>
- Gabilondo Larrea, P., Luis, J., Barrigüete, A., & Junio, M. |. (2021). *Factores que influyen en el salario de empleados en el siglo XXI*. <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/47001>
- Gago-Rodríguez, S., & Vikson, T. (2023). Survey-based Evidence on Positive Synergies between Adaptive Culture and a Balanced Scorecard. *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 26(1), 111–123. <https://doi.org/10.6018/RCSAR.418191>
- Guerrero De La Fuente, M., Gismera, L., & Madrid, T. (2018). *Factores de éxito en un programa de coaching ejecutivo*. <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/22503>
- Ibáñez Jiménez, J. W. (2001). *Stock options: regulación, economía, política retributiva y debate social*.  
<https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/16072>
- Ibáñez Jiménez, J. W. (2013). La contratación en el mercado de valores. *Libro: Tomo V. Tratado de Contratos, Página Inicial: 5605, Página Final: 5828*.  
<https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/17541>
- Ittner, C. D., Larcker, D. F., & Randall, T. (2003). *Performance Implications of Strategic Performance Measurement in Financial Services Firms*
- Janse, B. (2019). *Pay Model Of Compensation*.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE. In *Journal of Financial Economics* (Vol. 3). Q North-Holland Publishing Company.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2004). Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses. In *Source: The Journal of Finance* (Vol. 59, Issue 5).

- Marqués de Magallanes Crespo, N. T. (2017). *La retribución de los administradores en las sociedades de capital*. <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/10384>
- Michael C. Jensen, & Kevin J. Murphy. (1990). Performance pay and top management incentives. *The Journal of Political Economy*, 98, 225–264.
- Nanda, R., Sørensen, J. B., Westergaard-Nielsen, N., Leth-Sørensen, S., Hansen, J. S., & Mathiessen, H. (2008). *Workplace Peers and Entrepreneurship Workplace Peers and Entrepreneurship • Workplace Peers and Entrepreneurship*.
- Paul A. Gompers, & Joshua Y. Lerner. (2009). *The Venture Capital Cycle*.
- Portela, P., Directora, A., & Lafuente, E. V. (2020). *La valoración de empresas tecnológicas en ofertas públicas de adquisición (OPA) y ofertas públicas de venta (OPV)*. <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/42795>
- Reynolds, P. D. (2000). *NATIONAL PANEL STUDY OF U.S. BUSINESS STARTUPS: 1 BACKGROUND AND METHODOLOGY*.
- Sabater Navarrete, C. (2017). *Cláusulas de mejor fortuna en contratos de inversión en startups*. <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/10365>
- Sackett, D. L., & Wennberg, J. E. (1997). Choosing the best research design for each question. *BMJ*, 315(7123), 1636. <https://doi.org/10.1136/BMJ.315.7123.1636>
- Shane, S. (2009). Why encouraging more people to become entrepreneurs is bad public policy. *Small Business Economics*, 33(2), 141–149. <https://doi.org/10.1007/s11187-009-9215-5>
- Vesel & Arnošt. (2011). Theory and Methodology of Best Practice Research: A Critical Review of the Current State. *Central European Journal of Public Policy*, 5(02), 98–117.
- Yéboles García, C. (2020). *Liquidez y riesgo de mercado: propuesta de definición y metodología de cuantificación*. <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/37363>
- Yermack, D., & Stern, L. N. (1995). Do corporations award CEO stock options effectively? In *Journal of Financial Economics* (Vol. 39).