

Limitaciones sociales y planes de compra de acciones para empleados en América Latina: el caso de Perú

NICOLAS AUBERT Y MIGUEL CORDOVA [FRANCIA Y PERÚ]

Resumen

El capitalismo compartido propone que los ingresos o la riqueza de los empleados estén directamente relacionados con los resultados de una empresa, al tiempo que participan en los procesos de toma de decisiones de la organización (Kruse et al., 2010). La participación accionaria de los empleados, uno de los mecanismos del capitalismo compartido, puede implementarse a través de diferentes modelos, que incluyen los planes de compra de acciones para empleados (en inglés conocidos como ESPP). Este capítulo examina dichos planes ofrecidos por tres empresas francesas a empleados peruanos. La literatura previa ha documentado que la participación e inversión en los ESPP se ve socavada por cuatro factores: la restricción de liquidez, el conocimiento imperfecto del plan, las alternativas de inversión y los costos de transacción. Destacamos las acciones desarrolladas por estas tres empresas para limitar el efecto de estos cuatro factores y estimular así la participación e inversión de los empleados en las acciones de su empresa. También identificamos otros elementos importantes de la participación. Este estudio identifica condiciones clave para la adaptación de los ESPP en América Latina, y ofrece lecciones tanto para la práctica empresarial como para el diseño de políticas públicas.

Palabras clave: *capitalismo compartido, propiedad accionaria de empleados, plan de compra de acciones para empleados, Perú, Francia.*

Charles Darwin dijo una vez: “Si las desigualdades sociales de los humanos no son una causa natural, entonces deberíamos ser conscientes de nuestra infamia”. Según la Organización de las Naciones Unidas (2015), el Objetivo de Desarrollo Sostenible (ODS) número 10, reducción de las desigualdades, pretende lograr la igualdad de condiciones para todos los seres humanos

dentro de los países y entre ellos, con el fin de no dejar a nadie atrás, y garantizar que todos tengan acceso a los servicios esenciales, así como a la protección social. Sin embargo, crisis mundiales como el covid-19 han ampliado esas diferencias entre grupos de personas, amenazan millones de medios de subsistencia en todo el mundo y aumentan la desigualdad social y económica en las sociedades de todo el mundo (Organización de las Naciones Unidas, 2020).

Los actuales sistemas capitalistas adoptados por la mayoría de las naciones, que difieren según sus características regionales (Schneider, 2013), no son claros en cuanto a cómo abordan la desigualdad. El capitalismo compartido vincula los ingresos o la riqueza de los empleados al desempeño de las empresas, así como su participación en los procesos de toma de decisiones organizativas (Kruse et al., 2010). Un mecanismo utilizado por el capitalismo compartido es la participación accionaria de los empleados (PAE). Según el Centro Nacional de Propiedad Accionaria de Empleados de Estados Unidos, la PAE puede aplicarse de diferentes maneras: planes de participación accionaria de empleados (ESOP, por sus siglas en inglés) planes de compensación accionaria, incluidos los planes de compra de acciones para empleados¹ (ESPP), cooperativas de trabajadores y otros como los planes de retiro, por ejemplo. La forma jurídica y los incentivos fiscales de la PAE varían mucho de un país a otro. En Perú, suele denominarse programa de incentivos en acciones (PIA). Estos planes brindan la oportunidad de vender acciones de una empresa a los empleados, como forma de dividir el riesgo y mejorar la liquidez a corto plazo, al tiempo que se incorporan nuevos accionistas a la estructura de propiedad de la empresa. A veces se critican los PIA porque puede poner en riesgo el patrimonio de los empleados. Pero la literatura académica muestra que la inversión en acciones de la empresa no es demasiado arriesgada para los empleados cuando no supera el 10-15% de su riqueza total (Markowitz et al., 2009). Este porcentaje rara vez se supera en Estados Unidos, donde la participación accionaria es la más desarrollada del mundo (Kruse et al., 2019). La decisión de introducir y desarrollar la propiedad accionaria de empleados suele recaer en la dirección. No obstante, la implantación de PIA produce contrapartidas relevantes a largo plazo que pueden llevar a

1. Employee Stock Purchase Plans.

las empresas a la pérdida de la hegemonía o posición de poder tradicional (Aubert & Cordova, 2020). Según datos de consultoras y reportes financieros recientes, menos del 5% de las empresas peruanas ofrecen planes de este tipo de manera formal, lo que evidencia la limitada penetración de los ESPP en comparación con mercados desarrollados, como Francia.

Perder poder significaría no solo compartir el riesgo o la propiedad de la empresa sino también sus decisiones y su control. La reticencia a aplicar mecanismos como la PAE dependería de la madurez de los mercados financieros, el nivel educativo de los empleados, la cultura empresarial local y la propensión de los líderes empresariales a compartir el poder sobre sus organizaciones. El comportamiento de los dirigentes podría estar determinado por las condiciones del contexto que rodea a la empresa (DiMaggio & Powell, 1983), por lo que el entorno organizativo, así como la cultura empresarial del país, desempeñan un papel importante en las decisiones de las empresas con respecto a la propiedad accionaria de empleados.

También se sabe que la PAE tiene resultados muy positivos a nivel de los trabajadores y de las empresas. Las principales conclusiones de la literatura académica es que la propiedad accionaria de los empleados mejora el desempeño de las empresas. Los efectos positivos de la propiedad accionaria de empleados provienen de una mejor cooperación, supervisión mutua y disminución de la rotación de personal y del absentismo. El metaanálisis de O'Boyle et al. (2016) revisó 102 muestras que representaban a 56,984 empresas de diferentes países. Informaron de una relación general positiva y significativa entre la propiedad accionaria de empleados y el rendimiento de las empresas medido en términos de eficiencia o crecimiento. Varios capítulos del libro de Kruse et al. (2010) también demuestran la relación positiva entre los resultados laborales en empresas donde los empleados cuentan con participación accionaria y el rendimiento empresarial, basándose en datos de encuestas y archivos recogidos de una muestra representativa de la mano de obra estadounidense de 40,000 empleados. Además, más de la mitad de las empresas que cotizan en bolsa en la lista de *Fortune* de las 100 mejores empresas para trabajar en 2020 tienen algún tipo de plan de propiedad accionaria de empleados (Rosen, 2021).

América Latina tiene un entorno empresarial complejo, rebotante de oportunidades y limitaciones (Vassolo et al., 2012), que coexisten dentro de una región que ha sufrido diferentes tipos de crisis durante muchos años

(Azevedo et al., 2020). Los países latinoamericanos se caracterizan por sus desigualdades socioeconómicas y Perú no es la excepción. El gobierno peruano aún tiene un largo camino por recorrer para mejorar las condiciones de igualdad (Grompone & Tanaka, 2009), y sus esfuerzos suelen verse merados por un contexto institucional débil (Vergara, 2018). Según Ganoza y Stiglich (2015), las condiciones de desigualdad en Perú son impulsadas por una cultura organizacional específica y formas tradicionales para ejercer control, promovidas por una élite empresarial orientada sobre todo al desarrollo económico sobre el bienestar social. Por lo tanto, Perú sería un país donde la implementación de programas de incentivos en acciones en las empresas podría verse limitada por una cultura empresarial reacia a abandonar su *statu quo*, así como por el contexto institucional del país.

Este capítulo analiza cómo la cultura empresarial impulsada por un tipo particular de capitalismo en América Latina socava las características del contexto. Este terreno poco fértil limita e impide el desarrollo de mecanismos de PAE. Además, el capítulo describe el caso de Perú, un país latinoamericano arraigado en sistemas sociales desiguales, y explora lo difícil que sería la adopción de programas de incentivos en acciones para las empresas locales, y cómo las filiales de las MNC (corporaciones multinacionales) podrían cambiar el rumbo y desarrollar mecanismos de PAE en el mercado financiero peruano. Incluso si las políticas legales y fiscales no incentivan la propiedad accionaria de empleados, descubrimos que varias empresas extranjeras ofrecen a sus empleados peruanos programas de incentivos en acciones. Las empresas estadounidenses y francesas, con una fuerte cultura de propiedad accionaria de empleados, ofrecían a sus empleados planes de PAE o ESPP como instrumento financiero atractivo para hacer frente a la incertidumbre local. Los ESPP son ofertas patrocinadas por los empleadores destinadas a desarrollar la participación accionaria de los empleados, casi siempre en grandes empresas que cotizan en bolsa. Así, los ESPP permiten a los empleados invertir en las acciones de su empresa, lo cual facilita el acceso a la estructura de propiedad de la empresa y supera las desigualdades sociales en Perú. Por último, las multinacionales fueron capaces de movilizar su estrategia global de PAE hacia operaciones locales, como las filiales peruanas, y superaron la barrera de la confianza de los empleados mediante la implementación de esfuerzos estratégicos centrados en la socialización del programa, la difusión de información relevante y el desarrollo de una perspectiva de

inversión a largo plazo. Este capítulo investiga las condiciones de implementación de estos planes en Perú.

INVERSIONES EN PERÚ

En Perú, como en otros países latinoamericanos, el desarrollo institucional y la cultura empresarial determinan la evolución de los mercados financieros a lo largo del tiempo y la forma en que las organizaciones y los individuos responden a las oportunidades de inversión. Por lo tanto, las iniciativas de programas de incentivos en acciones en el país se verían potenciadas o limitadas en función del contexto peruano.

Economía peruana y contexto institucional

Desde los años noventa del siglo pasado, Perú responde a un modelo de economía de libre mercado, importado del sistema capitalista desarrollado por Estados Unidos y el Reino Unido. Se inició con el régimen de Alberto Fujimori y se centró en un proceso global de privatizaciones que incluyó a las industrias más importantes, como telecomunicaciones, minería, energía, entre otras. Según el Consejo Privado de Competitividad (2019), tras la crisis financiera brasileña y asiática de 1997, Perú experimentaba un dramático déficit fiscal y una preocupante devaluación. En lo sucesivo, la privatización permitió una rápida recuperación de la economía y fomentó la inversión extranjera para incrementar los fondos públicos, así como las oportunidades de empleo y facilitar mejores condiciones de vida para la población. Sin embargo, aun cuando los índices de pobreza extrema y pobreza en general han disminuido (Banco Mundial, 2018), los beneficios esperados del capitalismo tradicional siguen en deuda para la mayoría de los peruanos.

Vergara (2018) afirma que las promesas del sistema capitalista respecto al bienestar para todos y una mejor sociedad han sido traicioneras para las personas más vulnerables del país y han ampliado las desigualdades sociales que subyacen en la clase baja de la sociedad peruana. Mientras tanto, el malestar social es sentido en el país como una situación habitual, impulsado por una corrupción generalizada dentro de los niveles de gobierno (Romero, 2019) y la incapacidad, así como la ineficiencia del estado para llegar a las regiones fuera de las principales ciudades para ofrecer servicios

esenciales y oportunidades de desarrollo (Degregori, 2004; Grompone & Tanaka, 2009). Además, la élite política y empresarial compuesta por pocos, así como la clase alta derivada de este poder económico y social, que se benefician de manera directa debido a las condiciones de desigualdad en el país, no se interesan ni demuestran empatía con el resto de la población que no tiene el mismo acceso a recursos y ventajas (Durand, 2018; Ganoza & Stiglich, 2015; Matos et al., 1969). Las condiciones mencionadas han llevado al país a una profunda debilidad institucional, en la que perdió la brújula republicana y se hundió en las diferentes desventajas y limitaciones para el desarrollo de la sociedad (Vergara, 2018).

El mercado financiero peruano

La economía peruana creció en solo 2.2% en 2019, la tasa más baja de la última década, a raíz de la contracción de sectores económicos primarios, como manufactura, pesca, minería e hidrocarburos (AsbAnc, 2020). En 2020, cayó 11.1% debido a la crisis del covid-19, luego de 22 años de crecimiento continuo del PIB (El Comercio, 2021). Según El Comercio (2021), las actividades más afectadas fueron minería e hidrocarburos, industria manufacturera, construcción, comercio, transporte y almacén, alojamiento y restaurantes y servicios prestados a las empresas. En contrapartida, la balanza comercial del país mostró un superávit de 6,614 millones de dólares en 2019 (AsbAnc, 2020) y, a pesar del covid-19, un incremento de 17% para el siguiente año, lo que exhibió un resultado de 7,752 millones de dólares en 2020 (BCRP, 2021a), impulsado principalmente por las exportaciones de productos tradicionales, así como por la capacidad de recuperación de los sectores agrícola y pesquero (RPP Noticias, 2021).

De manera adicional, en cuanto a la tasa de inflación, Perú registró 2% a fines de 2020 (BBVA, 2021), un leve incremento desde el 1.9% de 2019 (AsbAnc, 2020), pero aún dentro del objetivo del gobierno peruano —entre 1% y 3% (BCRP, 2020)—. Por otra parte, el crédito a las empresas se expandió a 12.3% en 2020, debido sobre todo a las respuestas del gobierno contra el covid-19, lo cual favoreció la reactivación económica de las organizaciones del sector privado (BCRP, 2021b).

Por lo tanto, a pesar de los vacíos institucionales en su contexto, el mercado financiero peruano es estable y considera diversos mecanismos finan-

cieros para las personas y empresas con el fin de facilitar su desarrollo en el mercado económico. Sin embargo, algunos instrumentos de PAE, como los programas de incentivos en acciones y “concesiones de acciones”, están poco desarrollados.

A diferencia de la legislación de otros países, los programas de incentivos en acciones en Perú no cuentan con una regulación específica, y la rudimentaria interpretación de este mecanismo financiero realizada por el Tribunal Fiscal peruano podría suponer algunas obligaciones fiscales y de pago de beneficios sociales tanto para el empleador como para el trabajador, lo que podría desincentivar su implementación (Núñez, 2013; Rebaza et al., 2018). Estos vacíos legislativos exigen una regulación adecuada para establecer cómo encaja el rol del empleado en los planes de opciones de compra de acciones y si estas opciones deben ser consideradas como parte del salario o no (Echaiz, 2008).

La principal motivación para estudiar los ESPP ofrecidos por empresas extranjeras en Perú es aportar pruebas de cómo estas filiales afrontan las limitaciones locales y siguen la estrategia de la sede central de la empresa con respecto a los ESPP. Además, realizar un estudio empírico de los ESPP en el contexto de una economía emergente como Perú arroja luz sobre cómo estos mecanismos financieros, ya bien utilizados en otras partes del mundo, podrían incentivar a las empresas peruanas a adoptarlos con el fin de reforzar su liquidez y ofrecer importantes beneficios a los empleados, a la vez que se reducen las tasas de rotación y se incrementa el rendimiento general. Según datos de consultoras y reportes financieros recientes, menos del 5% de las empresas peruanas ofrecen planes de este tipo de manera formal, lo que evidencia la limitada penetración de los ESPP en comparación con mercados desarrollados como Francia.

REVISIÓN BIBLIOGRÁFICA SOBRE LA PARTICIPACIÓN ACCIONARIA DE EMPLEADOS (PAE) Y LA DETERMINACIÓN DE LAS INVERSIONES EN LOS PLANES DE COMPRA DE ACCIONES PARA EMPLEADOS (ESPP)

Para entender cómo se puede promover la PAE en Perú es necesario comprender qué motiva la inversión de los empleados en los ESPP. Primero revisamos la literatura teórica sobre la PAE y los ESPP antes de presentar los resultados

empíricos sobre los determinantes de la inversión de los empleados en los planes de compra de acciones.

Participación accionaria de empleados en la literatura académica

En teoría, la PAE carece de un marco unificado debido a las diferentes disciplinas de gestión que se han centrado en ella. La literatura sobre finanzas corporativas y gobernanza subraya que la PAE puede utilizarse como mecanismo de atrincheramiento de la dirección, al informar que la dirección y los empleados son aliados naturales que pueden derrotar esfuerzos de tomas hostiles de poder (Pagano & Volpin, 2005). Desde esta perspectiva, la PAE suele analizarse en el marco de la teoría de la agencia. Las finanzas conductuales estudian la PAE como una opción de inversión disponible para los inversores minoristas que se asocia a errores de inversión y sesgos cognitivos (Benartzi et al., 2007). Las relaciones laborales y la gestión de recursos humanos se centran en los efectos de la PAE en el rendimiento empresarial como consecuencia de la mejora de las actitudes de los trabajadores y de los resultados de la gestión de recursos humanos (O'Boyle et al., 2016). Kruse et al. (2010) llevaron a cabo un estudio más exhaustivo sobre el capitalismo compartido, incluida la PAE, en el cual analizaron una amplia muestra de trabajadores y empresas estadounidenses. Definen el capitalismo compartido como “relaciones laborales en las que la remuneración o la riqueza de los trabajadores están directamente vinculadas a los resultados del lugar de trabajo o de la empresa” (p.1), e incluyen en estas relaciones incentivos colectivos de base amplia, como participación accionaria, participación en utilidades, participación en ganancias y opciones de compra de acciones generalizadas.

Kruse et al. (2010) concluyen que la teoría del intercambio de regalos (Akerlof, 1982) puede explicar los efectos positivos del capitalismo compartido sobre la productividad y los resultados de la gestión de recursos humanos. Sugieren que los sistemas de capitalismo compartido crean una relación recíproca entre la empresa y los trabajadores. Los empleados corresponderían al regalo de la participación en las utilidades o la participación accionaria aumentando su productividad e implicación. Bryson y Freeman (2019) confirmaron el enfoque del intercambio de regalos basándose en el estudio de las respuestas a una encuesta presentada por 1,740 empleados de una empresa con sede en el Reino Unido e Irlanda. Citan a Akerlof (1982)

para afirmar que, en el intercambio de regalos, los trabajadores adquieren un “sentimiento por la empresa” que los lleva a responder a la empresa que les da una remuneración mayor de la necesaria con un regalo de “trabajo por encima del estándar mínimo de trabajo” (pp. 543–544).

Bryson y Freeman (2019) asumen que “tanto el canal de intercambio de regalos como el de propiedad pura comienzan cuando la empresa regala acciones igualadas a los empleados, conocido en inglés como *matching shares*, a través del plan de compra de acciones para empleados (ESPP)” (p.89). Sus resultados concluyen que los participantes en el ESPP tienen menores intenciones de rotación y de búsqueda de empleo y que presionan a los compañeros para que trabajen duro en los lugares de trabajo. Los participantes en el ESPP también trabajan más y durante más tiempo en respuesta a los incentivos de grupo inducidos por la propiedad compartida. Aubert y Hollandts (2015) también confirman la hipótesis del intercambio de regalos al mostrar que el aumento de la participación en el ESPP en las filiales de una gran empresa francesa se asocia a un menor absentismo. La empresa ofrecía un descuento en el precio de las acciones. El descuento representa un regalo que puede ser aceptado o rechazado por cada empleado. La relación no se confirma para la rotación de personal.

Los planes de compra de acciones para empleados como medio para desarrollar la participación accionaria de empleados

Los ESPP son ofertas patrocinadas por corporativos con el objetivo de desarrollar la participación accionaria de los empleados, por lo regular en grandes empresas que cotizan en bolsa. Estos planes son de base amplia, lo que significa que todos los empleados pueden beneficiarse de ellos con las mismas condiciones, sea cual sea su rango o salario. Los ESPP permiten invertir en las acciones de la empresa en la que laboran. En general, los empleados pueden invertir durante un periodo de oferta predefinido que puede ir desde un par de semanas hasta 27 meses en Estados Unidos (Engelhardt & Marian, 2004; Babenko & Sen, 2016). El precio de compra de las acciones lo define el plan. Puede ser el valor justo de mercado de compra o el valor justo de mercado menor, ya sea al principio o al final del periodo de oferta; en este último caso, el plan requiere una cláusula de retrospección o retroactividad, conocido en inglés como *lookback feature* (mecanismo que permite fijar el precio de

compra en función del valor más bajo de la acción durante un periodo determinado). Algunos planes tienen una opción de reajuste, en inglés conocido como *reset option*, que garantiza que los empleados se beneficien del precio de compra más bajo alcanzado durante el periodo. Desde el punto de vista de las finanzas corporativas, las acciones pueden ser de nueva emisión o ya existentes.

Los empleados que participan se benefician de un descuento en la cotización de las acciones (15% en Estados Unidos y hasta 40% en Francia, por ejemplo). El diseño del plan puede variar de una empresa a otra, y estas variaciones pueden ser aún mayores en el caso de un ESPP internacional que debe tener en cuenta distintos sistemas jurídicos. Por ejemplo, la carga impositiva de las plusvalías puede anularse o reducirse tras un periodo mínimo legal de congelación (por ejemplo, cinco años en Francia). Las aportaciones al plan pueden proceder de distintas fuentes: primas de reparto de utilidades, deducciones en nómina o aportaciones propias de los empleados. Suele haber limitaciones a la cantidad invertida en el plan, que se define como una cantidad y un porcentaje del salario bruto anual. Los empleados elegibles deben trabajar en la empresa durante un periodo mínimo de tiempo.

Según Ouimet y Tate (2020), la literatura sobre los ESPP es escasa. Mencionan solo unos pocos trabajos que investigan estas operaciones. La mayoría de las referencias se centran en los planes de compra de acciones de Estados Unidos, donde la PAE está muy extendida. 14 millones de trabajadores estadounidenses tienen acciones de la empresa para la que trabajan, la mayoría en PAE que son los planes de propiedad accionaria de empleados más populares. La gran mayoría de las empresas con ESOP son privadas. Engelhardt y Marian (2004) y Babenko y Sen (2016) ofrecen una presentación detallada del funcionamiento de los ESPP en Estados Unidos de 1998 a 2009. Babenko y Sen (2016) informan de que 473 empresas ofrecían planes de compra de acciones. A diferencia de las empresas con ESOP, las empresas que ofrecen ESPP cotizan en bolsa y son bastante grandes, con unos activos totales medios de 19,900 millones de dólares (Babenko & Sen, 2016).

Según Bryson y Freeman (2019), los ESPP tienen características específicas que las diferencian de otras formas de remuneración. Informamos de estas diferencias en la tabla 5.1 extraída de su trabajo. A diferencia de otras formas de remuneración, los empleados tienen que invertir su propio dinero en el plan y esta inversión actúa como un compromiso. Según el país, también pueden utilizar su participación en las utilidades o sus primas de participación

TABLA 5.1 TIPOLOGÍA DE LOS ESQUEMAS DE INCENTIVOS

	Métrica de rendimiento	¿Depende del rendimiento individual?	Elección sobre adhesión	Dinero propio	Derecho residual al excedente de la empresa
PRP individual, por ejemplo, precio por pieza	Producción/ventas individuales	Sí	No	No	No
Remuneración por méritos	Evaluación del trabajador por parte del empresario	Sí	No	No	No
PRP de equipo o de grupo	Group output/sales	No directamente	No	No	No
Remuneración en función de las utilidades	Utilidades de la empresa	No directamente	No	No	Sí
Participación en ganancias	Resultados de la empresa (distintos de las utilidades)	No directamente	No	No	Sí
Opciones de compra de acciones	Resultados individuales y/o de la empresa	A veces	No	No	Sí
ESPP (plan de compra de acciones para empleados)	Resultados de la empresa	No	No	No	Sí

Nota: PRP significa remuneración en función de los resultados.
Fuente: Bryson y Freeman (2019, p.88).

en las ganancias. La utilización de estas primas al parecer disminuye el costo del ahorro porque este dinero no requiere ahorros adicionales. Al contrario de otros mecanismos estándar de incentivos de grupo que son decididos de manera unilateral por la dirección, la participación en un plan de compra de acciones requiere la libre decisión explícita de los empleados.

La hipótesis del intercambio de regalos de Bryson y Freeman no solo explica los resultados organizativos de los ESPP sino que también pone de

relieve las posibles motivaciones de la participación de los empleados en estos planes. En efecto, los empleados que deciden invertir su propio dinero en estos planes entablan una relación recíproca con su empresa. Cabe suponer que estos empleados prevén permanecer más tiempo en la empresa y contribuir más a su desarrollo. Del mismo modo, Babenko y Sen (2016) constatan que los empleados no ejecutivos participan en los ESPP porque disponen de información valiosa sobre los resultados futuros de su empresa, como una señal de sus rendimientos futuros que reduce la asimetría de la información en los mercados financieros.

Determinantes de la participación y la inversión en los planes de compra de acciones para empleados

Engelhardt y Marian (2004) investigaron los factores determinantes de la participación en el plan de compra de acciones para empleados de una gran empresa estadounidense con 30,000 empleados con derecho a participar. Comprobaron que cuatro explicaciones socavan la participación en el plan: la restricción de liquidez, el conocimiento imperfecto del plan, las alternativas de inversión y los costos de transacción. El mismo conjunto de factores determinantes fue identificado en el contexto francés por Rapp y Aubert (2011). Organizamos la presentación de los determinantes empíricos de la participación del plan de compra de acciones para empleados en torno a estos cuatro elementos.

Restricción de liquidez. Según la investigación académica en economía financiera, la restricción de liquidez es una función decreciente de la edad, la riqueza y los ingresos actuales. El tipo de contrato laboral también es un determinante importante. Los empleados temporales pueden estar menos dispuestos a invertir en un plan de compra de acciones para empleados. De-george et al. (2004), Rapp y Aubert (2011) y Babenko y Sen (2014) documentan que los empleados sin restricciones financieras tienden a participar e invertir más en los planes de compra de acciones. Entrevistas con asesores senior que trabajan en una administradora de planes francesa muestran que varios mecanismos pueden relajar la restricción de liquidez de los empleados y fomentar la participación accionaria de los empleados (Aubert, 2008). El descuento sobre el precio de las acciones es una característica específica de los ESPP que disminuye de manera directa la cantidad invertida por los empleados. El patrón también puede igualar la aportación de los empleados. La política

de descuentos y de aportaciones accionarias equivalentes puede adaptarse en función de los objetivos de la operación. Permitir a los empleados pagar su inversión en varios plazos es otro medio de relajar la restricción de liquidez. Los fondos apalancados son otra forma de impulsar la participación y la inversión de los empleados. Estos fondos se crearon en Francia durante la privatización de France Telecom (ahora Orange), el operador nacional francés de telecomunicaciones. Degeorge et al. (2004) estudiaron esta privatización en la que parte del capital se ofreció a los empleados de la empresa. La oferta apalancada es muy atractiva a primera vista porque suele comercializarse como “compre una acción y llévese # gratis sin posibilidad de perder dinero”. Los empleados obtienen acciones adicionales por la misma cantidad invertida y su inversión está garantizada. Pero estas condiciones atractivas tienen un costo. Este sistema puede utilizarse para convencer a los empleados peor pagados de que inviertan en el plan. Pero el mecanismo que hay detrás es muy complejo. Degeorge et al. (2004) describen la oferta de apalancamiento denominada Multiplix del siguiente modo:

Por una aportación fija, el empleado recibía de vuelta una cantidad de dinero preestablecida (como un bono) y también obtenía la revalorización positiva de diez acciones. Aunque no se describa en estos términos, Multiplix ofrecía la economía de una cartera de bonos más opciones de compra o, alternativamente, una posición protegida de opciones de venta. Desde el punto de vista jurídico, esta retribución se obtenía mediante un peculiar préstamo “garantizado” que permitía al empleado comprar nueve acciones adicionales por cada acción adquirida mediante aportaciones personales. Lo que hace inusual este préstamo es que el reembolso se efectúa mediante la retención de los dividendos y créditos fiscales (a lo largo de los cinco años de vida del plan) y un plan de reembolso variable al vencimiento que estaba en función del precio final de las acciones de France Telecom. En efecto, el importe del reembolso del préstamo era igual a la diferencia positiva entre el valor de diez acciones menos el pago al empleado. El empleado nunca tuvo que reembolsar más que el valor de las acciones al cabo de cinco años (p.173).

Este sistema requiere una compleja ingeniería financiera que resulta costosa para la empresa y que muchos empleados apenas pueden comprender. Según

Aubert (2008), “la complejidad asociada a los fondos apalancados es tanto más paradójica cuanto que estas herramientas financieras se desarrollaron para permitir a los menos remunerados participar en los planes de compra de acciones para empleados (ESPP)” (p.142). Aubert (2008) también menciona que el calendario de un plan de compra de acciones es muy importante para su éxito. Por ejemplo, las empresas pueden fijar la fecha de la operación en la que se pagan las primas a los empleados. El costo psicológico de la inversión disminuye al tener la sensación de que el dinero invertido no sale del bolsillo del empleado.

Conocimiento imperfecto del plan. Se puede considerar que los empleados que invierten en las acciones de su empresa tienen un mejor conocimiento de esta que los inversores externos. Babenko y Sen (2015) demuestran que los empleados de menor rango disponen de información valiosa que pueden utilizar para generar rendimientos anormales en el contexto de un plan de compra de acciones para empleados. Según Babenko y Sen (2015), los empleados ordinarios tienen acceso a más información que los inversores externos y sus decisiones de negociación están menos restringidas por la normativa financiera que las de los ejecutivos. Destacan que las empresas del cuartil superior de compras de acciones para empleados superan a las del cuartil inferior en 10% en el año posterior a la compra. También constatan que esta relación es más fuerte para las empresas con una elevada asimetría de la información. Babenko y Sen (2015) investigan de manera específica la participación global de los empleados en los ESPP lanzados por empresas cotizadas en Estados Unidos pertenecientes al S&P 500, S&P 400 Midcap, Nasdaq 100 entre 1998 y 2009. Dado que la participación global en estos planes predice el rendimiento futuro a lo largo de un año, concluyen que los empleados disponen de información relevante del premio accionario. Esta relación es más fuerte en contextos en los que los empleados están mejor informados que los inversores externos, como en empresas más pequeñas o seguidas por menos analistas. Aunque los empleados puedan estar mejor informados sobre las perspectivas de la empresa, la literatura documenta que el conocimiento imperfecto del plan dificulta la participación en los ESPP y la inversión puede desincentivar la participación (Engelhardt & Madrian, 2004; Rapp & Aubert, 2011; Babenko & Sen, 2014). Ouimet y Tate (2020) documentan que los efectos de pares desempeñan un papel importante en el estímulo de la participación y la negociación. De acuerdo con estas conclusiones, para superar el cono-

cimiento imperfecto del plan, las empresas pueden desarrollar una red de corresponsales en las unidades de negocio. Algunas empresas han desarrollado una caja de herramientas que puede comprender videos, simuladores, folletos, carteles, reuniones informativas o un sitio web dedicado en la intranet. Las campañas de mercadotecnia y comunicación pueden promover la participación en los ESPP (Aubert, 2008; Degeorge et al., 2014).

Alternativas de inversión. En algunos países como Francia, la propiedad accionaria de empleados es una opción de inversión entre otras dentro del plan de ahorro que ofrece la empresa. En Francia, la ley obliga a ofrecer al menos otra opción de inversión además de los programas de incentivos en acciones, que puede ser un fondo de inversión que invierta en liquidez, acciones o bonos. Esta característica puede influir en la decisión de los trabajadores de invertir en los planes de compra de acciones, ya que algunos pueden beneficiarse de otro plan más atractivo de la empresa, como las opciones de compra de acciones o un plan de pensiones (Engelhardt & Madrian, 2004). Dentro de una misma empresa, pueden existir varias alternativas para convertirse en empleado propietario. Puede haber una PAE distinta dirigida a la alta dirección, como los planes de incentivos a largo plazo. Por no hablar de otras opciones de inversión fuera de la empresa que pueden estar a disposición de los empleados. En muchos países, el sector inmobiliario es el principal componente de la riqueza y la propiedad de la vivienda puede afectar a la participación en los ESPP.

Costos de transacción. Suelen ser más bajos en los ESPP que en la inversión bursátil tradicional. Los costos directos de comprar las acciones pueden ser sufragados por la empresa y los empleados no tienen que pagar por ello. Un costo no trivial y no observable es el costo de aprender sobre el plan de compra de acciones para empleados (Engelhardt & Madrian, 2004). Al conocer el plan, los empleados tenderían a aplazar su decisión de invertir en él. Aunque el plan de compra de acciones para empleados tiene características muy atractivas, muchos empleados no participan. En el caso de la privatización de France Telecom, Degeorge et al. (2004) documentan la existencia de “costos de búsqueda” que desaniman a los empleados a invertir. Degeorge et al. (2004) encuentran una divergencia entre los determinantes de la probabilidad de participar y los de la cantidad invertida. Interpretan esta divergencia como prueba de un costo fijo de análisis de la información sobre el plan. Afirman que “debe alcanzarse un nivel umbral de inversiones deseadas para que se produzca la participación, quizá debido al costo que

supone para los empleados el análisis de la oferta” (p.199). Los empleados solo participarían si la inversión deseada alcanza un determinado nivel. La educación financiera se utilizó como indicador de los costos de transacción, y se asumió que los empleados con educación financiera realizarían menos esfuerzo para comprender las características del plan (Rapp & Aubert, 2011; Babenko & Sen, 2014; Ouimet & Tate, 2020). Ouimet y Tate (2020) constatan que la presencia de empleados en gran medida informados magnifica los efectos de pares relacionados con el conocimiento imperfecto del plan. Babenko y Sen (2014) también confirman que los empleados familiarizados con las acciones y más educados tienden a participar más en los ESPP.

UNA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA DE LOS PLANES GLOBALES DE COMPRA DE ACCIONES PARA EMPLEADOS EN PERÚ

Nos centramos en los planes de compra de acciones ofrecidos a los empleados peruanos por empresas multinacionales francesas. La característica más interesante de estos planes franceses es que las empresas que tienen operaciones en el extranjero extienden estos beneficios a sus empleados extranjeros. Identificamos algunas empresas que ofrecieron planes de compra de acciones a sus empleados peruanos en 2020. Después de una breve presentación de las características de la PAE en Francia, mostramos los resultados de tres estudios de caso que investigan los determinantes de la participación en los ESPP en Perú. Entrevistamos de manera específica a ejecutivos de estas empresas encargados de la implementación de los ESPP en Francia y en Perú.

La cultura y las características de la participación accionaria de empleados en Francia

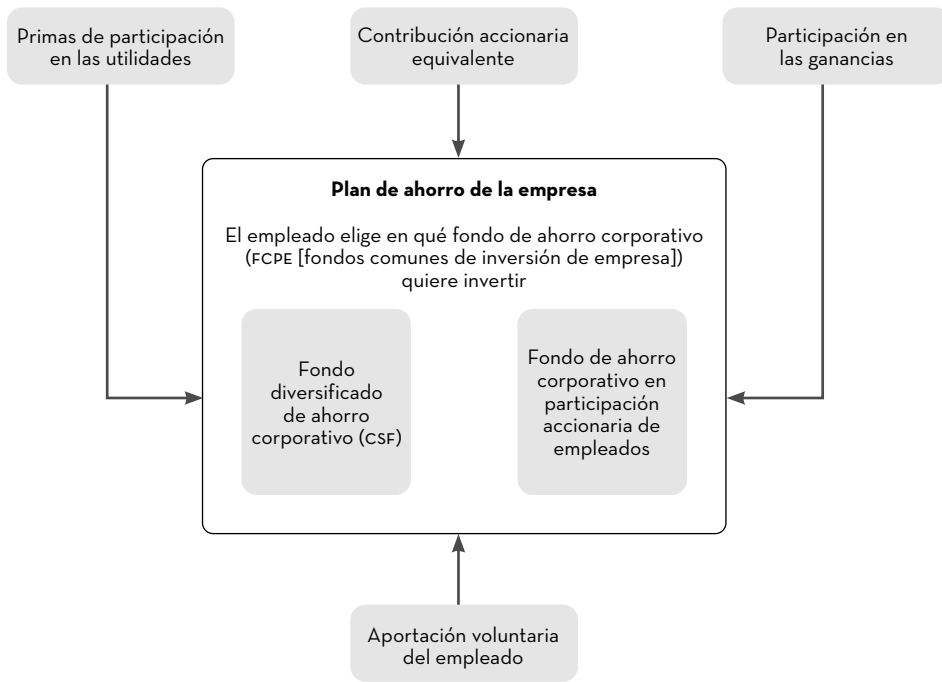
Aubert y Bernheim (2021) señalan que:

[...] a lo largo de la segunda mitad del siglo XX, Francia ha desarrollado y combinado varios sistemas de participación de los empleados y de participación en ganancias con tres objetivos principales: dar a los empleados una participación en las utilidades de la empresa; promover el ahorro de los empleados a través de planes de ahorro asociados a la empresa (CSP o Plan d'Épargne Entreprise-PEE); impulsar la participación accionaria de los empleados en el marco de los planes de ahorro de las empresas (p.44).

Francia es el único país del mundo donde los regímenes de participación en las utilidades son obligatorios para las empresas que contratan a más de 50 empleados. Las primas de participación en las utilidades dependen de manera directa de las utilidades de las empresas, mientras que las de participación en ganancias pueden ser el resultado de objetivos financieros y extrafinancieros fijados por la dirección y los sindicatos. Los trabajadores pueden cobrar las primas de participación en las utilidades y en las ganancias o ahorrarlas en un plan de ahorro o de pensiones. Para las empresas, las primas concedidas a los empleados son deducibles de los impuestos corporativos. Por parte de los empleados, las primas ahorradas en los planes (de ahorro de la empresa y de pensiones) son deducibles de sus ingresos gravables, que de otro modo tendrían que incluir. Por esta razón, la ventaja fiscal es mayor para los empleados mejor pagados, que tienen un mayor incentivo para ahorrar. La PAE solo está disponible en los planes de ahorro de empresas que pueden ofrecer al menos otra opción de ahorro además de la propiedad accionaria de empleados. Pero estos planes pueden no ofrecer participación accionaria en absoluto. Por eso el plan de ahorro de las empresas no es del todo comparable al plan de PAE más famoso: las ESOP de Estados Unidos. Otra diferencia es que el dinero ahorrado en el plan de ahorro de empresas no se congela hasta la jubilación, solo durante cinco años, y la ley francesa prohíbe ofrecer eso en un plan de pensiones.

El dinero ahorrado en el plan de ahorro de empresas se invierte en dos tipos de activos: PAE y fondos diversificados que se asemejan a los fondos mutuos clásicos ofrecidos a los inversores particulares (dinero, bonos, acciones, diversificados con las tres últimas categorías). La participación en las utilidades y las primas de participación en las ganancias son las dos principales fuentes de ahorro empresarial en Francia, incluida la PAE. Una última fuente importante son las aportaciones equivalentes. Las contribuciones equivalentes suelen concederse para igualar la inversión de los trabajadores. Por ejemplo, si la empresa desea favorecer la PAE, puede decidir igualar cualquier inversión de los empleados dirigida a su propiedad accionaria. Esto es lo que suele ocurrir en el caso de un plan de compra de acciones para empleados. El dinero recaudado durante el plan de compra de acciones suele mantenerse dentro de un plan de ahorro de la empresa, lo que permite a los empleados beneficiarse de toda la deducibilidad fiscal disponible. La figura 5.1 presenta el funcionamiento general del plan de ahorro de empresas en Francia.

FIGURA 5.1 FUNCIONAMIENTO DEL PLAN DE AHORRO DE LAS EMPRESAS FRANCESAS



Fuente: Aubert y Bernheim (2021, p.45).

Las empresas francesas tienen una larga tradición de capitalismo compartido. El general de Gaulle implantó la PAE en el país en los años sesenta. Varias leyes favorecieron el desarrollo de la participación en las utilidades y la propiedad, la última de las cuales se votó en 2019. La PAE se alimenta de las primas de participación en las utilidades que se benefician de exenciones fiscales cuando se invierten en un plan de ahorro de la empresa que ofrece la PAE entre otras opciones de inversión. Muchas grandes empresas que cotizan en bolsa desarrollaron la PAE, sobre todo a finales de los años ochenta, cuando se privatizaron la mayoría de las empresas grandes francesas. Un ejemplo notable de privatización que fue objeto de investigación académica (Degeorge et al., 2004) fue Orange en 1997 (France Telecom en aquel momento), una multinacional de las telecomunicaciones. La empresa ofreció sus acciones a 200 mil empleados.

En la actualidad hay unos tres millones de empleados propietarios en Francia, según el Informe Anual de la Federación Europea para la participación accionaria de los empleados (2019), y esta cifra experimentó un aumento del 22% desde 2007. Los empleados propietarios franceses poseen un valor medio de 30,000 euros de las acciones de su empresa. Los empleados propietarios poseen el 2.4% de las acciones de las 120 principales empresas cotizadas en bolsa. En 2018, el promedio invertido en los ESPP fue de 5,569 euros. Cada año se ofrecen 30 ESPP en promedio. 38 planes de compra de acciones tuvieron lugar en 2018 por un importe total de 3,500 millones de euros. La gran mayoría de los planes de PAE en las empresas francesas son de base amplia, lo que significa que beneficia a todos los empleados con las mismas condiciones. Con los ESPP, los trabajadores pueden comprar con un descuento, que también puede adoptar la forma de acciones gratuitas o de una aportación de acciones equivalentes del empleador con la condición de que los empleados mantengan las acciones durante cinco años. Al final de este periodo, pueden vender sus acciones sin pagar impuestos de plusvalías. Tienen la posibilidad de utilizar sus primas de participación en utilidades.

Tres casos de planes globales de compra de acciones para empleados (ESPP) dirigidos a trabajadores peruanos

Entrevistamos a ejecutivos de tres empresas que ofrecían planes globales de compra de acciones para empleados a sus trabajadores en Perú. Para cada empresa, entrevistamos a dos ejecutivos en cada país. Del lado francés, se contactó a los tres ejecutivos de gestión de recursos humanos encargados del plan global de compra de acciones para empleados; en Perú, a los tres responsables de la gestión del plan de compra de acciones para empleados en el país. Cada entrevista duró entre 40 minutos y una hora, y se realizó por teléfono o por videoconferencia. Cada una fue transcrita y codificada. Las entrevistas se realizaron en el idioma local (francés y español) y se tradujeron. Utilizamos Deepl.com para realizar la traducción del francés al español y del español al francés y, por último, al inglés. Ambos autores comprobaron la traducción en su propio idioma. Por último, los verbatim utilizados a continuación se presentan en inglés. Para preservar el anonimato de las empresas, las hemos rebautizado como Housing Corp., Tires Corp. y Wire Corp. En la siguiente subsección, presentamos los resultados de los tres estudios de caso que inves-

tigan los determinantes de la participación e inversión en el plan de compra de acciones para empleados que tuvieron lugar en 2020 y beneficiaron a los empleados peruanos de tres empresas multinacionales francesas que operan en Perú. Para cada caso, presentamos en primer lugar la empresa y su política de PAE. a continuación, nos centramos en las características de la oferta que abordaban las cuatro principales barreras a la participación en ESPP identificadas en la literatura (restricción de liquidez, conocimiento imperfecto, alternativas de inversión y costos de transacción). En los tres casos de las entrevistas surgieron otros factores determinantes de la participación que no habían sido identificados de manera previa en la bibliografía. Centramos nuestra presentación en las características específicas de las ofertas peruanas.

Caso Housing Corporation: una larga experiencia de propiedad compartida

La empresa Housing Corp. está presente en 70 países con más de 167,000 empleados. Cotiza en el mercado francés y prevé facturar 47,000 millones de dólares en 2020. Es productora, transformadora y distribuidora de materiales de construcción y de alto rendimiento, así como de empaque y embalaje. La empresa se dedica a cuatro actividades comerciales: materiales innovadores, productos de construcción, distribución de materiales de construcción y empaque. Housing Corp. cumple los criterios para formar parte del índice de PAE francés: al menos el 25% de los empleados son accionistas en Francia y el 15% en todo el mundo y poseen más del 3% de las acciones. Los empleados de Housing Corp. poseen el 9% del capital de la empresa. En su sitio web, la empresa declara que el objetivo del plan de compra de acciones para empleados es:

La operación se inscribe en el desarrollo continuo de la participación accionaria de los empleados, lo que ha sido un objetivo constante del Grupo desde hace 33 años. Esta oferta reforzará el sentimiento de pertenencia de los empleados del Grupo, ofreciéndoles la posibilidad de asociarse más estrechamente al desarrollo y el desempeño futuro de la Housing Corp.

Limitación de liquidez. En Housing Corp., la aportación accionaria equivalente de la empresa puede ser única o basarse en tramos de inversión o tener diferentes niveles acordes a las cantidades invertidas por los empleados. Por

ejemplo, en Perú, el objetivo es que participe el mayor número posible de empleados. Por ello, existe una aportación accionaria equivalente por tramo de inversión que es muy elevada para pequeñas cantidades y disminuye conforme aumenta la cantidad invertida. El grupo Housing Corp. quiere que participe el mayor número posible de empleados y recomienda una contribución accionaria equivalente máxima en los primeros tramos de inversión. No hay importe mínimo para participar.

También se ofrece un descuento del 20% sobre el precio de la acción, que se extiende a otros países, como la filial de Housing Corp. en Perú. Para la operación de 2020, como el precio de la acción subió de manera significativa durante los 20 días a partir de la suscripción, el descuento fue en realidad del 30%.

Además de la aportación accionaria equivalente y del descuento, los empleados se beneficiaron de las acciones gratuitas que la empresa Housing Corp. ofrece por la compra de acciones ordinarias a través del programa (por la compra de diez acciones los empleados reciben cuatro acciones adicionales).

En Francia, la fecha de las operaciones de participación accionaria de los empleados se fija en el momento del pago de las primas de participación en las utilidades. De este modo, los empleados pueden invertir sus primas en acciones de la empresa sin tener que desembolsar su propio dinero. Así, el 90% de las primas se invierten en acciones de la empresa.

Además, Housing Corp. propone pagar las acciones en ocho plazos, de mayo a diciembre. Algunos países no permiten el pago a plazos porque lo consideran un crédito. Al contrario, la filial de Housing Corp. en Perú permite a los empleados pagar sus acciones en varios plazos durante el año del programa; sin embargo, la alternativa de pagar las acciones por adelantado siempre está abierta.

Los empleados deben mantener las acciones de Housing Corp. entre cinco y diez años, dependiendo del país. El requisito de cinco años de tenencia es muy restrictivo en algunos países donde es difícil ahorrar dinero.

Conocimiento imperfecto del plan. Housing Corp. ha realizado 34 operaciones de PAE (una vez al año) desde 1988. El hecho de que haya un plan de compra de acciones para empleados una vez al año favorece un mejor conocimiento de estos planes. En Perú, Housing Corp. inició los planes de compra de acciones en 2018 y alcanzó el 85% de participación ese año. Desde

entonces, la participación anual en Perú ha sido una de las más altas entre las filiales de Housing Corp. en el mundo. En 2020, aun cuando el plan de compra de acciones para empleados en la filial peruana tuvo un desempeño inferior (58% de participación) debido al covid-19 y a los disturbios políticos en el país, se posicionó como el segundo en cuanto a participación en América Latina. La participación en el plan de compra de acciones para empleados en la filial peruana ha disminuido debido a los efectos del covid-19, que redujeron y limitaron la liquidez financiera de los empleados.

La dirección de Housing Corp. en Francia ofrece un paquete informativo que se adapta en cada país o grupo de países, según la legislación y las condiciones de la oferta que se hayan decidido. La legislación local exige que se facilite un folleto en cada país. Housing Corp. ofrece un simulador (véase la figura 5.2), carteles y, sobre todo, un sitio web abierto que está disponible en cada país y se actualiza con cada nueva operación. Así pues, el sitio web tiene 40 páginas diferentes, una para cada país o grupo de países. Hay una dedicada a Perú.

La extranet fue la mejor solución para garantizar que el mayor número posible de personas pudiera acceder a la información y esta se pusiera a disposición de todos. Además, Housing Corp. en Perú ha lanzado campañas informativas de plan de compra de acciones para empleados, en las que ha organizado reuniones presenciales y virtuales (debido al covid-19) y aprovechado a otros empleados (de distintos niveles de la empresa), que participaron en el programa en el pasado, para que hablen de su experiencia, ya sea con videos o en reuniones con los empleados para que los escuchen. En Perú, la estrategia de comunicación de la empresa Housing Corp. tuvo que incluir aspectos específicos para ayudar a superar la barrera de confianza de los empleados, como la oportunidad de escuchar a otros empleados, cómo participaron en el programa y cuáles fueron los resultados. Además, la estrategia de comunicación incluye explicar a los empleados cómo funciona el mercado de valores y cómo se comportan las acciones a lo largo del tiempo, ofreciéndoles simulaciones de distintos escenarios (véase la figura 5.2), sin establecer diferencias jerárquicas entre ellos. Una vez que los empleados participan en el programa, reciben las credenciales que les permiten monitorear la evolución de sus acciones.

FIGURA 5.2 SIMULADOR DE INVERSIONES EN EL PLAN DE COMPRA DE ACCIONES PARA EMPLEADOS DISPONIBLE EN PERÚ

VALOR MÁXIMO DE SU INVERSIÓN

contacte a su RRHH

SIMULE SU INVERSIÓN

Registre el valor que desea invertir	PEN 1,000.00
Contrapartida Saint-Gobain	PEN 565.95
Total de su inversión	PEN 1,565.95

VEA EL RESUMEN DE SU INVERSIÓN

Usted invierte	PEN 1,000.00	
Usted recibe en su cuenta del PEG	PEN 1,565.95	PEN 565.95 más que el valor invertido
y puede pagar en 8 cuotas de	PEN 125	cada mes, entre los meses may/21 y dic 21

COMPARE SU INVERSIÓN CON LA DE UN INVERSOR EXTERNO EN RELACIÓN CON CUOTAS DE ACCIONES ADQUIRIDAS

	Inversor Externo	Usted	
Inversión en pesos argentinos	PEN 1000.00	PEN 1,565.95	Inversión en soles peruanos
Tasa de cambio	PEN 4.39870	PEN 4.39870	Tasa de cambio
Inversión en euros	PEN 227.34	PEN 356.01	Inversión en euros
Precio de referencia →	PEN 44.755	PEN 35.81 ←	Valor de suscripción
Cuota de acciones adquiridas	PEN 5.00	PEN 9.94	P PEN EN 95.71 más cuotas que un inversor externo

Fuente: página web en español del plan de compra de acciones para empleados de la Housing Corp.

Alternativas de inversión. Así pues, las acciones se ofrecen directamente y no a través de un fondo de ahorro corporativo específico (fondos comunes de inversión de empresa [FCPE] en Francia). En Francia, se ofrece un fondo diversificado junto con la participación accionaria de los empleados (obligatorio en Francia en el plan de ahorro de empresas para diversificar las inversiones), pero no es el caso en todos los países donde solo es posible ofrecer la participación accionaria. Existen tres fórmulas de participación

accionaria: un fondo de ahorro corporativo “FCPE France” para los empleados franceses, un fondo de ahorro corporativo “FCPE Monde” para los empleados extranjeros, incluidos los peruanos, y acciones poseídas de manera directa en los ocho países donde no es posible ofrecer un fondo de ahorro corporativo.

Housing Corp. no ofrece fondos de ahorro de la empresa apalancadas con garantías de capital (Degeorge et al., 2004). Estas operaciones son difíciles de explicar a los empleados, que no siempre entienden lo que es una acción. Además, los fondos de ahorro de las empresas apalancadas son muy caras debido a las comisiones que cobra el banco de inversión contratante.

Otra ventaja que ofrece un plan de compra de acciones para empleados es permitir a los empleados invertir en euros porque las acciones cotizan en el mercado financiero francés. El euro es una divisa segura en comparación con las divisas de otros países, que pueden ser muy volátiles. Por ejemplo, invertir en euros ha sido una verdadera oportunidad para los empleados del Líbano, donde la moneda nacional perdió valor en 2020.

Según la Housing Corp. de Perú, una de las principales razones para participar en un plan de compra de acciones para empleados es la alternativa de ahorro a largo plazo que ofrece. Durante los cinco años de bloqueo obligatorio, los trabajadores no pueden retirar su inversión.

Costos de transacción. Para los trabajadores es muy fácil participar a través de la página web específica. Los empleados pueden suscribirse de manera directa desde el sitio web con un enlace directo a un banco francés que actúa como administrador del plan. Este sitio web es accesible a todo el mundo porque la intranet de la empresa está disponible a nivel de filiales (500 empresas diferentes), líneas de negocio y países. En la filial peruana de Housing Corp., el beneficio de cargar los costos operativos al administrador del plan por las transacciones comerciales de acciones es muy valorado por la empresa. Sin embargo, aún existe el reto de cómo involucrar a los empleados dentro de su propio proceso de plan de compra de acciones para empleados, ya que, aunque cuentan con las credenciales de la plataforma, rara vez las utilizan. Prefieren enviar un correo electrónico al corresponsal del país. Los empleados peruanos son reacios a utilizar la tecnología para liderar su propio proceso de compra de acciones. Aun cuando cuentan con sus credenciales y capacitación, optan por utilizar vías informales para aprobar su participación, como correos electrónicos o llamadas telefónicas.

La empresa cuenta con una red de 450 corresponsales en todo el mundo, cuyos contactos figuran en el sitio web dedicado al plan de compra de acciones para empleados. Se encargan de comprar y vender las acciones de la empresa Housing Corp. En Perú, el programa de PAE se denomina Plan d'Epargne Groupe (programa de ahorro para empleados).

Otros ingredientes de la participación. La PAE es el ADN de Housing Corp., ya que los trabajadores son los mayores accionistas de la empresa, con 9% del capital. La PAE se ofrece en 48 países, lo que representa el 90% de la plantilla de la empresa. De ahí que desempeñe un papel importante en la cultura corporativa.

La empresa procura delegar al máximo las decisiones en el nivel más cercano al campo de acción local. Aunque la coordinación del plan se realiza a nivel central, la política de aportaciones accionarias equivalentes se define a nivel de cada país o grupo de países.

Los empleados se benefician de los dividendos pagados por la empresa, que se reinvierten en el fondo de ahorro corporativo y aumentan el valor de las inversiones de los empleados.

En cuanto a la participación de los empleados propietarios en el gobierno corporativo de Housing Corp., un representante de los trabajadores accionistas tiene un puesto en el consejo de administración. La legislación francesa obliga a elegir a un representante de los trabajadores propietarios en el consejo de administración cuando estos poseen más del 3% del capital social. Dado el tamaño del consejo (14 miembros), una nueva ley francesa obliga a elegir a dos representantes de los empleados. En consecuencia, de los 14 miembros del consejo, tres (uno en representación de los empleados propietarios y dos en representación de los empleados) son empleados.

Caso Tires Corp: aumentar la participación de los empleados en el capital

La empresa Tires Corp. opera en 170 países de todo el mundo y contrata a 123,000 empleados. Cotiza en la bolsa francesa y prevé facturar 25,000 millones de dólares en 2020. Está especializada en la fabricación y comercialización de neumáticos. La empresa opera en tres segmentos de negocio: coches de pasajeros/camiones ligeros, camiones y otras actividades. El plan de compra de acciones para empleados de 2020 fue el séptimo de su clase. Los

empleados de Tires Corp. controlan el 2% de las acciones de la empresa. En su sitio web, la empresa define el objetivo de la operación del siguiente modo:

Con el lanzamiento del 7º plan de participación accionaria de los empleados “Y 2020”, el Grupo afirma su voluntad de hacer la participación accionaria de empleados uno de los pilares de su desarrollo, del compromiso de su personal y del fortalecimiento de su independencia. Permitirá a los empleados, como accionistas, asociarse más estrechamente a su éxito. Se trata de un compromiso personal y financiero a largo plazo. Los empleados elegibles del Grupo que lo deseen podrán adquirir un número de acciones por definir en condiciones privilegiadas. En Francia, algunos jubilados son también elegibles.

Restricción de liquidez. Los empleados peruanos tenían exactamente las mismas condiciones para comprar acciones que todos los demás empleados de Tires Corp. Los únicos países en los que se adaptó la oferta fueron el Reino Unido y Hungría. Los empleados podían comprar acciones con un descuento del 20% sobre el precio de la acción (76.37 euros por acción). Recibieron una aportación accionaria equivalente de la empresa de 350 euros. Por cada acción comprada, se ofrecían tres acciones. Por cada cuatro acciones compradas, se ofrecía una cuarta. Esto se hizo para permitir que el mayor número posible de empleados suscribiera acciones. En Tires Corp. se deseaba no poner en riesgo a los empleados.

Las acciones podían pagarse en una sola exhibición o en hasta 12 abonos, de manera gratuita, mediante deducciones directas de la nómina. Esta alternativa de pago fue destacada por el corresponsal en Perú, como un mecanismo que facilita la decisión de los empleados de participar en el programa, a pesar de que, en el caso de la filial peruana, esos 12 abonos tienen una tasa de interés anual cercana al 2,5% que es considerada baja por los participantes. Además, cada empleado tiene la posibilidad de comprar acciones con un valor de hasta 20% del salario anual. Según el corresponsal en Perú, “nadie ha llegado a comprar ese límite, porque es, de hecho, alto”.

Conocimiento imperfecto del plan. Los planes de PAE de Tires Corp. son recurrentes y tienen lugar una vez cada dos años. El primer plan de compra de acciones para empleados tuvo lugar en 2002 y fue iniciado por un miembro de la familia fundadora. Desde entonces se han realizado nueve operaciones y

tienen lugar cada dos años desde 2016. En Perú, Tires Corp. ha tenido siete ESPP desde 2003, casi cada dos o tres años, el último en 2020. Esta frecuencia de lanzamiento en la filial peruana ha apoyado una participación de los empleados consistente en el tiempo porque, según el corresponsal de Perú, “ya están familiarizados con estos programas y saben cómo funcionan”. De ahí que la participación anual de los empleados fuera superior al 90% en 2020, incluso con la crisis del covid-19 que afectó al rendimiento de las organizaciones.

La comunicación de Tires Corp. con respecto al plan de compra de acciones para empleados en Perú se realiza a través de correo y mensajes de WhatsApp, así como de reuniones en las que participan todos los empleados de la empresa, y no existe diferencia entre la información que se entrega a los ejecutivos y a los demás empleados.

Para la gestión de estos planes, la empresa utiliza los servicios de una empresa de comunicación y de un asesor legal que estudia la viabilidad del plan en los distintos países. El titular de la cuenta recoge información sobre las cantidades suscritas. Tires Corp. proporciona a los corresponsales kits de comunicación traducidos a varios idiomas y adaptados a cada país.

Sin embargo, las plataformas de suscripción solo se traducen a seis idiomas. En consecuencia, algunos países no están cubiertos por las operaciones, como Rusia. En cambio, el sitio web dedicado al plan de compra de acciones para empleados ofrece más idiomas. Los kits de comunicación se elaboraban con un consultor de comunicación, pero la empresa tiene previsto internacionalizar esta actividad. Los corresponsales locales adaptan los kits de comunicación a las especificidades del idioma del país. Los empleados peruanos adaptan el kit de comunicación.

Alternativas de inversión. Los empleados también se benefician de un plan de incentivos a largo plazo. El corresponsal peruano también es responsable de estos planes, destinados a los ejecutivos de la empresa. En cuanto al plan de incentivos a largo plazo, solo beneficia a los altos directivos del grupo. A escala internacional, la aplicación de los planes de incentivos a largo plazo depende de la cultura del país. En algunos, estos planes específicos no se practican. El plan de incentivos estaba vinculado en el pasado a los ESPP de Tires Corp., pero desde hace varios años ya no es así. En virtud de este plan, los empleados que reúnen los requisitos reciben acciones gratuitas. Los planes de opciones sobre acciones se interrumpieron en 2012. Estos planes planteaban los mismos

problemas que las operaciones apalancadas en términos de complejidad. Por consiguiente, los empleados a menudo no ejercían la opción de compra de acciones devengadas (conocido en inglés como *vested*). Los beneficios de las opciones de compra de acciones se perdían cuando los empleados se olvidaban de ejercerlas. También requerían que la empresa dispusiera de efectivo para comprar las acciones cuando se ejercían las opciones a favor de los empleados.

Tires Corp. no propone una oferta apalancada garantizada (véase más arriba la definición de DeGeorge et al., 2004), que según la ejecutiva francesa “no está acorde con la filosofía de la propiedad accionaria de los empleados”. Considera que “las ofertas apalancadas entrañan riesgos para las empresas y que los bancos tienen un enfoque muy comercial con estas ofertas”. Según ella, el “efecto de apalancamiento va acompañado de una dilución del precio de las acciones y la empresa pierde a sus accionistas al cabo de cinco años” (el periodo de bloqueo definido en el plan de ahorro de la empresa).

En Perú, los empleados de Tires Corp. consideran la PAE como un plan de ahorro a mediano o largo plazo, ya que no pueden vender acciones antes de cinco años, pero el ingreso mensual que Tires Corp. paga por ellas es de unos 7 dólares por cada tres acciones, y al final los empleados pueden vender una cantidad mayor de acciones (porque compraron una y Tires Corp. aportó tres acciones más gratis). Según el corresponsal de Perú, cada país decide cómo enfocar el programa a sus empleados, y Perú decidió presentarlo como una alternativa de ahorro. Esto último se ve reforzado por lo difícil que puede resultar ahorrar dinero dentro de la cultura financiera peruana.

Costos de transacción. Tires Corp. está convencida de la importancia de garantizar una buena experiencia de participación accionaria a sus empleados a través de las mejores herramientas. Por ejemplo, incluso cuando Tires Corp. proporciona en Francia un paquete específico, cada país tiene que adaptarlo a su legislación local. Así, Perú ha adaptado este contrato con la ayuda de un bufete jurídico externo antes de que los empleados participantes lo firmen. Tener la oportunidad de adaptar estos documentos formales con apoyo local representaba un sistema más fiable para los empleados. Además, consideran que los bancos que apoyan las transacciones de programas de incentivos en acciones no entran en el juego de la internacionalización. A raíz de esto, la sede central en Francia designó corresponsales para cada región y país para dirigir el plan de compra de acciones para empleados. En Perú, Tires Corp. cuenta con un corresponsal que se encarga de todo el proceso, que incluye

el plan de implementación, las cuestiones legales y fiscales, y el proceso de compra de acciones —de 15 días de duración cada vez que se pone en marcha— para los empleados.

Además, una vez lanzado el programa en Perú, cada empleado de Tires Corp. dispone de un identificador de usuario y una contraseña para entrar en la plataforma de suscripción al plan de compra de acciones para empleados. Así, pueden realizar todo el proceso por su cuenta. En específico en Perú, la digitalización parece ser un factor primordial que ayudaría a mejorar el proceso del plan. Si los empleados de Tires Corp. tuvieran más conocimientos digitales, podrían manejar su propio procedimiento de compra de acciones, lo cual lo haría más rápido y brindaría más confianza a sus compañeros para hacer lo mismo.

Los empleados también tienen la alternativa de solicitar por correo electrónico la asistencia del corresponsal en el país, que se encarga de realizar el proceso por ellos. Además, en ocasiones el corresponsal en Perú organiza breves reuniones con pequeños grupos de empleados interesados para guiarles a través de la plataforma en tiempo real. Según el corresponsal peruano, “es fácil gestionar esas reuniones porque nuestra filial no tiene demasiados empleados”.

Por último, las acciones las poseen de manera directa los empleados porque Tires Corp. quiere que se beneficien sin rodeos de los dividendos de la empresa. Con un fondo de ahorro corporativo francés, los dividendos se reinvierten y los empleados no ven el rendimiento monetario de su inversión, lo que es importante para la empresa.

Otros ingredientes para la participación. El objetivo de Tires Corp. para su plan 2020 era aumentar la parte del capital de la empresa en manos de los empleados. A largo plazo, se prevé que los empleados se conviertan en los principales accionistas de Tires Corp. El objetivo era que el mayor número posible de empleados tuviera acciones de Tires Corp. La propiedad accionaria de empleados es una participación estable que protege a la empresa de una posible toma de poder de inversionistas. Los empleados de la empresa poseían el 2.1% del capital de Tires Corp. tras el último plan 2020.

En términos de gobierno corporativo, no hay ningún representante de los empleados accionistas en el consejo de administración de Tires Corp., pero un grupo de expertos está estudiando la cuestión. Los mandatos franceses

exigen que se elija a un empleado accionista en el consejo por encima del 3% del capital.

Tires Corp. destaca la importancia de supervisar o intercambiar prácticas con redes de especialistas en la PAE. Por ejemplo, el plan de L'Oréal sirvió de referencia en 2020.

Además de los cuatro elementos comentados en el apartado anterior, los empleados peruanos tienden a participar en el plan de compra de acciones para empleados debido a tres factores:

- Como plan de ahorro forzoso.
- Como un deseo de pertenencia.
- Como una decisión de confianza.

Estos factores estarían fuertemente relacionados con las limitaciones económicas y sociales del contexto peruano.

Caso Wire Corporation: democratizar la propiedad en la empresa

La empresa Wire Corp. tiene 24,000 empleados y presencia industrial en 29 países. También cotiza en la bolsa francesa con unas ventas totales de 7,400 millones de dólares en 2020. La empresa está especializada en la fabricación de cables y sistemas de cableado y se dedica a una amplia gama de cables de cobre y fibra óptica. Wire Corp. cumple los criterios para formar parte del índice de PAE francés: al menos el 25% de los empleados son accionistas en Francia y el 15% en todo el mundo y poseen más del 3% de las acciones. Los empleados de Wire corp. poseen el 4,5% de las acciones de la empresa. El plan de compra de acciones para empleados 2020 fue el séptimo ofrecido por la empresa, que define el objetivo de la operación como:

Este plan de participación accionaria, que se inscribe en la política de desarrollo de la propiedad accionaria de los empleados del Grupo, abarcará veinticinco (25) países. Con esta operación denominada “Wire Corp. 2020”, la empresa desea involucrar aún más a sus empleados, tanto en Francia como en el extranjero, en el desarrollo del Grupo. La operación consistirá en una oferta única apalancada y garantizada por capital que podrá adaptarse según el país en forma de oferta comparable para cumplir los

objetivos de la oferta principal, teniendo en cuenta al mismo tiempo los requisitos fiscales y legales locales.

Limitación de liquidez. Oferta única con aportación accionaria equivalente (menor importe que en 2018), facilidades de pago en 12 meses y garantía de capital en euros, lo que resulta atractivo para los empleados de países con una moneda más volátil. Se ofreció un descuento del 20% sobre el precio de la acción y se garantizó el apalancamiento de la oferta. La motivación de ofrecer fondos apalancados de capital garantizado invertidos en acciones de la empresa era evitar que los empleados perdieran dinero. El importe mínimo de inversión era muy bajo (10 euros o una acción) para que pudiera participar el mayor número posible de empleados, incluidos los que tenían salarios bajos. Con esta baja inversión, lo importante para Wire Corp. era destacar la condición de socio accionista de los empleados en la empresa.

Conocimiento imperfecto del plan. En Wire Corp. se han llevado a cabo nueve operaciones de participación accionaria y cinco han propuesto ofertas apalancadas.

Los materiales de comunicación se tradujeron al español y luego fueron revisados por el responsable en Perú y los directores de operaciones en los países de Sudamérica. De ahí que la validación de la traducción por los empleados locales sea muy importante, según el ejecutivo francés encargado de la gestión del plan global de compra de acciones para empleados.

Los medios de comunicación utilizados son intranet, correo, presentaciones in situ con diapositivas, folleto, video de animación y simulador de inversiones en MS Excel.

Wire Corp. no realiza una encuesta de satisfacción entre los empleados accionistas, sino que utiliza un cuestionario que se envía a los corresponsales de cada país y sirve para identificar las áreas de mejora.

Alternativas de inversión. Invertir en euros es tranquilizador para los empleados extranjeros. La empresa ofrece la propiedad directa de acciones. La oferta apalancada garantizada permite a los empleados estar seguros de no perder dinero, lo que constituye un argumento para convencer a los empleados poco remunerados de que inviertan. La oferta apalancada garantizada tiene ventajas, pero también inconvenientes. Es compleja de entender, sobre todo para los empleados con menos formación. Sin embargo, después de haber experimentado cuatro o cinco ofertas apalancadas con capital garantizado, los empleados se familiarizan con el sistema.

Costos de transacción. En la empresa Wire Corp. se presentan a los nuevos empleados los esquemas de remuneración y programas de incentivos en acciones. También se ofrece formación a los responsables de recursos humanos y a la red de corresponsales del plan de compra de acciones para empleados en todos los países.

Wire Corp. también ha realizado videos cortos de dos minutos y treinta segundos para explicar cómo funciona la oferta de apalancamiento garantizado. La empresa considera que estos videos son un instrumento fiable para proporcionar confianza a los empleados, así como información sobre el programa.

Otros ingredientes para la participación. En lo que respecta a Wire Corp., en este contexto, el plan de compra de acciones para empleados 2020 tenía varios objetivos:

- Estabilizar la participación accionaria de los empleados.
- Permitir que los empleados con los salarios más bajos inviertan también.
- Alcanzar un número máximo de empleados. El objetivo de las operaciones de participación accionaria de los empleados es reforzar el sentimiento de pertenencia con la empresa.

Además, Wire Corp. está convencida de que los empleados accionistas siguen siendo socios a largo plazo. Incluso, en relación con los objetivos de la oferta internacional 2020, el 20% de los empleados son accionistas de la empresa y los empleados poseían el 4.7% del capital de la empresa a finales de 2019. Los empleados accionistas han podido obtener importantes ganancias gracias a su inversión en la empresa. Los empleados han obtenido ganancias del 300% con su inversión en acciones para aquellos que liberaron su dinero en 2020.

Un consejero en representación de empleados propietarios forma parte de la junta directiva de la empresa, lo cual da seguimiento a la obligación legal para las empresas francesas desde 2006, y dos consejeros empleados (obligación legal para las empresas francesas desde 2020). El empleado propietario miembro de la junta directiva es elegido por los empleados accionistas. Los otros dos miembros son elegidos por los empleados. Los empleados accionistas poseen acciones del fondo de ahorro corporativo y participan en la elección de los miembros del consejo de supervisión del fondo de ahorro. El consejo de supervisión del fondo de ahorro corporativo en PAE está compues-

to por tres empleados accionistas y tres representantes corporativos designados por la empresa. Todos los empleados franceses y extranjeros participan en las elecciones. El consejo de supervisión del fondo de ahorro corporativo de empleados accionistas tiene tres compartimentos: Francia, países fuera de Francia con oferta apalancada y países fuera de Francia sin oferta apalancada. Para cada uno de estos compartimentos se elige un representante.

En Perú, dos personas se encargaban de coordinar la operación: una encargada de la gestión de los recursos humanos y otra del departamento financiero. Para Wire corp., en el 70% de los casos, las operaciones de participación accionaria de los empleados en los diferentes países son gestionadas por los departamentos de recursos humanos, y por los departamentos financieros en el 30% de los casos. En Perú, existía un binomio recursos humanos/finanzas, pero era sobre todo el departamento de recursos humanos el que intervenía.

CONCLUSIÓN

Los países latinoamericanos, en concreto Perú, presentan varias limitaciones contextuales para la implementación de nuevos mecanismos financieros, como la PAE. Dado que las crisis son habituales en la región, las restricciones financieras debidas a crisis específicas, como la situación del covid-19, podrían socavar de manera grave el desarrollo de la propiedad accionaria de empleados, ya que la población de estos países puede sufrir efectos más graves que en las economías desarrolladas. Esta situación podría impulsar a la PAE como un mecanismo financieramente atractivo debido a que las filiales peruanas de corporaciones multinacionales han informado que los empleados consideran que un plan de ahorro forzoso es bastante beneficioso para ellos. A lo largo del tiempo, por las restricciones financieras en el país no se ha desarrollado una cultura de ahorro consciente. Por lo tanto, la PAE podría considerarse como otra forma de estar preparados para la incertidumbre habitual en el entorno empresarial.

Además, la confianza parece ser una barrera con la que hay que lidiar para desarrollar de manera plena estos programas de PAE en Perú. La debilidad institucional puede caracterizar un entorno inadecuado para el crecimiento de la confianza, donde la población tiende a desconfiar de este tipo de mecanismos financieros. Las empresas necesitan invertir muchos recursos para superar la barrera de la confianza, al ser estos más accesibles para las corporaciones

multinacionales que ya cuentan con la estructura y el conocimiento para los planes de ESPP, lo que resulta en elementos bastante beneficiosos para superar la brecha de confianza. Los resultados del estudio muestran que contar con un corresponsal en el país, organizar reuniones cara a cara y diseñar material de comunicación eficaz ayudarán a la empresa a hacer frente al problema de la confianza. Asimismo, las ofertas frecuentes de planes de ESPP por parte de la empresa reforzarían la confianza de los empleados, al tiempo que desarrollarían una mentalidad de inversión a largo plazo.

Adoptar la revolución digital es otro factor que debe considerarse para el desarrollo de ESPP en Perú. Los resultados de este estudio revelaron que los empleados recurren más a medios informales para comunicar su decisión de participar en el plan que a realizar el proceso por sus propios medios utilizando las plataformas disponibles. De ahí que la superación de la cultura empresarial informal pueda representar otro reto relevante para la PAE en Perú.

Además, las desigualdades económicas y sociales en Perú configurarían un entorno en el que los empleados necesitan sentirse parte de algo. Este deseo de pertenencia ayudaría a generar motivos para participar en la PAE, al proporcionar un acceso potencial a los empleados para formar parte de la gobernanza de la empresa y de los procesos de toma de decisiones. Por lo tanto, la propiedad compartida podría orientarse a reducir las condiciones de desigualdad social en el mercado laboral peruano, al tiempo que desafiaría las estructuras empresariales tradicionales del país.

Por último, este estudio argumenta que las filiales de los corporativos multinacionales serían los buques insignia de la PAE en países como Perú que tienen un entorno empresarial que debe lidiar con varios vacíos institucionales y es reacio a cambiar su estructura tradicional, lo que permite el desarrollo de la propiedad accionaria de empleados como una nueva alternativa financiera para superar los efectos de la crisis del covid-19. Así, al movilizar su estrategia global de la PAE hacia las operaciones locales de sus subsidiarias, estarían contribuyendo al desarrollo del mercado financiero peruano. Por lo tanto, tomando el ejemplo de las filiales de esos corporativos multinacionales en Perú, otras empresas locales podrían identificar algunas buenas prácticas e ideas para desarrollar diversos modelos de propiedad accionaria de empleados.

REFERENCIAS

- Akerlof, G. A. (1982). Labor contracts as partial gift exchange. *The Quarterly Journal of Economics*, 97(4), 543-569.
- ASBANC (2020). *Memoria Anual 2019*. Asociación de Bancos del Perú. <https://bit.ly/4hIodr1>
- Aubert, N. (2008). Developing an ownership culture with employee share purchase plans: Evidence from France. *German Journal of Human Resource Management*, 22(2), 130-151.
- Aubert, N., & Bernheim, P. (2021). *What the PACTE law changes for employee savings and participation? Bankers markets & investors: An academic & professional review*. <https://bit.ly/4914vom>
- Aubert, N., & Cordova, M. (2020). *Sharing the risk at expense of power: Paying wages in equity to face the COVID-19*. <https://bit.ly/43cQEYe>
- Aubert, N., & Hollandts, X. (2015). How shared capitalism affects employee withdrawal: An econometric case study of a French-listed company. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 31(3), 925-938. <https://bit.ly/40W7ogp>
- Azevedo, G., Carneiro, J., Rodríguez, C., & González-Pérez, M. A. (2020). Rebalancing society: Learning from the experience of Latin American progressive leaders. *Journal of Business Research*, 119, 511-521. <https://bit.ly/4hGx6Bl>
- Babenko, I., & Sen, R. (2014). Money left on the table: An analysis of participation in employee stock purchase plans. *The Review of Financial Studies*, 27(12), 3658-3698. <https://bit.ly/3LiMOGV>
- Babenko, I., & Sen, R. (2016). Do nonexecutive employees have valuable information? Evidence from employee stock purchase plans. *Management Science*, 62(7), 1878-1898. <https://bit.ly/47kyAOm>
- Banco Mundial. (2018). Perú: panorama general. <https://bit.ly/40PWBT5>
- BBVA. (2021). *Perú: Inflación cerró el año 2020 en 2.0%*. BBVA Research. <https://bit.ly/4368Q5S>
- BCRP. (2020). *Reporte de inflación diciembre 2020: panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2020-2022*. Banco Central de Reserva del Perú. <https://bit.ly/47nnUyw>

- BCRP. (2021a). *Balanza comercial*. Banco Central de Reserva del Perú. <https://bit.ly/43xkJSD>
- BCRP. (2021b). *Crédito al sector privado se expandió 12.3% en 2020*. Banco Central de Reserva del Perú. <https://bit.ly/4qGNKVC>
- Benartzi, S., Thaler, R. H., Utkus, S. P., & Sunstein, C. R. (2007). The law and economics of company stock in 401 (k) plans. *The Journal of Law and Economics*, 50(1), 45-79. <https://doi.org/10.1086/508312>
- Bryson, A., & Freeman, R. B. (2019). The role of employee stock purchase plans—gift and incentive? Evidence from a multinational corporation. *British Journal of Industrial Relations*, 57(1), 86-106. <https://doi.org/10.1111/bjir.12420>
- Consejo Privado de Competitividad. (2019). *Informe de competitividad 2019*. <https://bit.ly/4ogvroJ>
- DeGeorge, F., Jenter, D., Moel, A., & Tufano, P. (2004). Selling company shares to reluctant employees: France Telecom's experience. *Journal of Financial Economics*, 71(1), 169-202. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00184-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00184-3)
- Degregori, C. I. (2004). *Llave: desafío de la gobernabilidad, la democracia participativa y la descentralización*. Grupo Propuesta Ciudadana.
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147-160.
- Durand, F. (2018). *Odebrecht: la empresa que capturaba gobiernos*. Fondo Editorial PUCP.
- Echaiz, S. V. (2008). Las stock options como incentivo laboral para los trabajadores en la empresa. *Derecho y Cambio Social*, 5(15). <https://bit.ly/4hBAKwk>
- El Comercio. (2021). Economía peruana cerró el 2020 con una caída de 11.1% tras el golpe de la pandemia del COVID-19. *El Comercio*. <https://bit.ly/3Lqrxei>
- Engelhardt, G. V., & Madrian, B. C. (2004). Employee stock purchase plans. *National Tax Journal*, 57(2 II), 385-406.
- European Federation for Employee Share Ownership Annual Report. (2019). <http://www.efesonline.org/index.html>

- Ganoza, C., & Stiglich, A. (2015). *El Perú está calato. El falso milagro de la economía peruana y las trampas que amenazan nuestro progreso*. Editorial Planeta.
- Grompone, R., & Tanaka, M. (2009). *Entre el crecimiento económico y la insatisfacción social. Las protestas sociales en el Perú actual*. IEP Instituto de Estudios Peruanos.
- Kruse, D. L., Blasi, J. R., & Freeman, R. B. (2010). *Shared capitalism at work: Employee ownership, profit and gain sharing, and broad-based stock options*. University of Chicago Press.
- Kruse, D. L., Blasi, J., Weltmann, D., Kang, S., Kim, J. O., & Castellano, W. (2019). Do employee share owners face too much financial risk? *IZA Discussion Paper* (No. 12303).
- Markowitz, H. M., Blasi, J. R., & Kruse, D. L. (2009). Employee stock ownership and diversification. *Annals of Operations Research*, 176(1), 95-107. <https://doi.org/10.1007/s10479-009-0544-1>
- Matos, J., Whyte, W. F., Cotler, J., Williams, L. K., Alers, J. O., Fuenzalida, F., & Alberti, G. (1969). *Dominación y cambios en el Perú rural*.
- Núñez, S. (2013). *Stock options in Peru*. IFLR.
- O'Boyle, E. H., Patel, P. C., & Gonzalez-Mulé, E. (2016). Employee ownership and firm performance: A meta-analysis. *Human Resource Management Journal*, 26(4), 425-448. <https://doi.org/10.1111/1748-8583.12115>
- Ouimet, P., & Tate, G. (2020). Learning from coworkers: Peer effects on individual investment decisions. *The Journal of Finance*, 75(1), 133-172. <https://doi.org/10.1111/jofi.12830>
- Pagano, M., & Volpin, P. F. (2005). Managers, workers, and corporate control. *The Journal of Finance*, 60(2), 841-868. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00748.x>
- Rapp, T., & Aubert, N. (2011). Bank employee incentives and stock purchase plans participation. *Journal of Financial Services Research*, 40(3), 185-203. <https://doi.org/10.1007/s10693-011-0104-0>
- Rebaza, Alcázar & De las Casas (2018). *Stock options en la legislación del impuesto a la renta: ¿futuro de las startups peruanas?* <https://bit.ly/47Bz8yh>
- Renaud, S., St-onge, S., & Magnan, M. (2004). The impact of stock purchase plan participation on workers' individual cash compensation. *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society*, 43(1), 120-147. <https://doi.org/10.1111/j.0019-8676.2004.00321.x>

- Romero Montes, F. J. (2019). La justicia colapsada en el Perú. *Revista de Derecho y Ciencia Política*, 74, 205-236.
- Rosen, C. (2021). Fifty-nine percent of 2020 100 Best Companies to Work For have employee ownership. National Center for Employee Ownership. <https://bit.ly/491oqjR>
- RPP. (2021). Evolución de la balanza comercial durante el 2020. *RPP Noticias*. <https://bit.ly/3LFNjuE>
- Schneider, B. R. (2013). *Hierarchical capitalism in Latin America. Business, labor, and the challenges of equitable development*. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9781107300446>
- Vassolo, R., De Castro, J., & Gómez-Mejía, L. (2011). Managing in Latin America. Common issues and a research agenda. *Academy of Management Perspectives*, 25(4), 22-34. <https://doi.org/10.5465/amp.2011.0129>
- Vergara, A. (2018). *Ciudadanos sin república. De la precariedad institucional al descalabro político* (2nd ed.). Editorial Planeta.