



Universidad de Navarra

Occasional Paper

OP nº 00/3

Junio, 2000

LOS PROBLEMAS ETICOS DE LAS STOCK OPTIONS
EN LA REMUNERACION DE DIRECTIVOS

Antonio Argandoña *

Publicado por la Cátedra Economía y Ética

* Profesor de Economía, IESE

La finalidad de los IESE Occasional Papers es presentar temas de interés general a un amplio público. A diferencia de los Documentos de Investigación, no pretenden ofrecer aportaciones originales a los conocimientos empresariales.

IESE Business School - Universidad de Navarra

Avda. Pearson, 21 - 08034 Barcelona. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km. 5,180) - 28023 Madrid. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright© 2000 , IESE Business School. Prohibida la reproducción sin permiso

LOS PROBLEMAS ETICOS DE LAS STOCK OPTIONS EN LA REMUNERACION DE DIRECTIVOS

Introducción

El mercado de directivos ha experimentado, en años recientes, cambios importantes. Aunque la gran mayoría sigue trabajando en su propio país, el mercado se ha globalizado. La competencia es muy intensa. Los beneficios o pérdidas que las empresas se juegan en la adecuada selección, incentivación y remuneración de sus altos directivos son muy importantes. La lealtad es pequeña, tanto por el lado de la empresa –que se resiste a ofrecer nuevas oportunidades a directivos sin éxito– como por el de los ejecutivos –hasta llegar a una concepción de su trabajo más próxima a la del consultor, que salta de una empresa a otra para poner en ejercicio sus capacidades, a cambio de remuneraciones multimillonarias, sin compromiso a largo plazo.

En esas condiciones, la tarea de seleccionar, motivar y remunerar directivos se convierte en prioritaria. Los expertos han ido decantándose por el uso agresivo de los incentivos variables para captar a los mejores, retenerlos y motivarlos a actuar según los intereses de los accionistas. Porque la separación entre propiedad y dirección no se ha cerrado en las últimas décadas, sino que más bien se ha ampliado: los ejecutivos tratan de utilizar su cuota de poder en beneficio personal, mientras que los accionistas procuran orientarla para el beneficio de la empresa –o mejor, de sus propietarios.

El uso de planes de opciones sobre acciones

Los planes de opciones sobre acciones (*stock o share options*) se han presentado como una excelente manera de resolver esos problemas de selección y motivación. En ellos, los ingresos finales de los directivos o empleados se hacen depender de la diferencia entre el precio de ejercicio de la opción (que suele ser el precio que las acciones de la empresa tenían en el mercado de capitales cuando se aprobó el plan) y su cotización en bolsa en una fecha futura. Se supone, pues, que los directivos tratarán de maximizar ese diferencial, y que su interés en lograrlo coincide con el de los accionistas.

El éxito (económico) de un plan de *stock options* se apoya en tres elementos: 1) la cuantía de la remuneración; 2) el grado en que incentive a los directivos a actuar de acuerdo con los intereses de la empresa (es decir, de los accionistas), y 3) los costes del plan.

- 1) Se supone que la cuantía de la remuneración que se ofrece a un ejecutivo juega un papel importante en su decisión de aceptar un puesto y de permanecer en él. Obviamente, influirán también otros factores (ambiente de trabajo, oportunidades de carrera, retos profesionales, lugar de residencia, estilo de vida, etc.), pero no cabe duda de que la compensación económica total será importante –más que su composición y, por tanto, más que la inclusión o no de *stock options* en la misma.

De todos modos, las opciones ofrecen algunas ventajas respecto de otras formas de remuneración por resultados: permiten obtener beneficios teóricamente ilimitados (en función de la evolución del precio de las acciones), con un coste limitado para la empresa (la prima pagada por las opciones), y no suponen un coste para el directivo (si la cotización de las acciones baja, simplemente no ejercerá su opción).

- 2) Los ejecutivos se sentirán impulsados a actuar de acuerdo con los objetivos que se le señalen en la medida en que su remuneración se vincule al cumplimiento de esos objetivos, es decir, cuanto mayor sea la proporción que la parte variable represente de la remuneración total, y cuanto más rápidamente crezca esa remuneración en función del cumplimiento de los objetivos.

Esto vale para cualquier sistema de compensación en función del rendimiento. Pero las *stock options* presentan dos ventajas: primera, explicitan claramente el objetivo de la empresa (o mejor, de sus propietarios), a saber, el valor de sus acciones en bolsa, y segunda, vinculan totalmente la cuantía de la remuneración a la consecución de ese objetivo.

- 3) Los planes de opciones sobre acciones tienen un coste económico, que es la cuantía de la prima pagada (si las opciones se contratan con una institución financiera) o, alternativamente, la dilución del valor de las acciones (si se emiten nuevos títulos para entregarlos a los directivos cuando éstos ejerciten sus opciones). Habitualmente, esos costes suelen ser moderados.

Los problemas éticos de las opciones sobre acciones

A la vista de todo lo anterior, parece claro que las *stock options* cumplirán mejor sus objetivos económicos: 1) cuanto más intensamente remuneren la aportación de los directivos al aumento del valor de las acciones; 2) en la medida en que la obtención de ese máximo valor deba ser el objetivo único o principal de su tarea, y 3) siempre que esto no vaya en detrimento de otros objetivos relevantes. Y estas consideraciones nos introducen en el tema central de este artículo: la discusión de algunos problemas éticos relacionados con el uso de *stock options*.

Este sistema de remuneración tiene, como todos los demás, ventajas e inconvenientes en diversos ámbitos. De hecho, todas las decisiones en la empresa deben considerarse, al menos, desde tres puntos de vista: 1) económico, que se refiere a la consecución de resultados de naturaleza económica, manejando variables como costes, precios, ingresos y beneficios; 2) socio-político, que refleja las relaciones entre personas en la empresa y con su entorno, y que da lugar a problemas de autoridad y poder, conflicto, cooperación, etc., y 3) ético, que se remite a los aprendizajes morales que tienen lugar en las personas que integran la empresa, así como en su cultura y su organización, y en otras personas y organizaciones con las que la empresa se relaciona.

Seguidamente estudiaremos tres bloques de problemas en los planes de opciones en los que la dimensión ética es particularmente relevante: si son justos, cómo afectan a los incentivos y conductas de las personas, y qué consideraciones hay que hacer en su diseño y puesta en práctica.

¿Es justa la remuneración mediante opciones sobre acciones?

Seguidamente comentaremos los principales argumentos que se han presentado sobre la posible injusticia de los planes de *stock options*:

- 1) «Las ganancias de los directivos por el ejercicio de las opciones son injustas (al menos en parte), porque se obtienen a costa de los ingresos de los accionistas, de la empresa, de los demás empleados o de otros *stakeholders*.»

Ni la introducción de opciones en los contratos ni el ejercicio de las mismas tienen por qué suponer una injusticia o un perjuicio para la empresa. Esta contrata los servicios de los directivos para que lleven a cabo la gestión a cambio de una remuneración fija o variable –esta última en función de los resultados alcanzados. En principio, se trata de un contrato razonable y libremente aceptado, en el que la empresa incurre en un coste (el sueldo más los incentivos, incluida la prima pagada por las opciones) a cambio del trabajo, la dedicación y el esfuerzo del directivo, en tanto que éste ofrece ese trabajo y dedicación a cambio del sueldo y, en su caso, el derecho a una remuneración variable en el futuro, cuando venzan las opciones. Y esto no tiene por qué ser inmoral, en la medida en que no haya una desproporción entre lo que aportan y reciben ambas partes –y si se da esa desproporción, no se debe atribuir a las *stock options*, sino a un planteamiento injusto de la relación profesional.

Las *stock options* tampoco tienen por qué ser injustas para con los otros empleados, los clientes, proveedores, bancos, comunidad local u otros *stakeholders*. El objetivo del plan de opciones es una gestión correcta de la empresa, que, como acabamos de explicar, no sufre ningún quebranto por la concesión de opciones.

- 2) «La remuneración mediante *stock options* puede ser injusta porque se da una asimetría entre los beneficios que los directivos pueden ganar con las opciones y la ausencia de pérdidas que pueden sufrir con ellas.»

En efecto, los directivos adquieren el derecho a un beneficio que puede ser ilimitado (la subida de precio de las acciones puede no tener límite, al menos en teoría), pero no incurrir en coste alguno por el hecho de que la cotización de las acciones en bolsa no suba o incluso descienda (en este caso, simplemente, no ejercen sus opciones). Pero esto tampoco es injusto. A diferencia de los accionistas, que tienen derecho a todos los beneficios, pero que pueden perder su capital si la empresa acumula pérdidas, la remuneración de los empleados y directivos no suele contemplar la participación en los quebrantos.

- 3) «Las opciones permiten obtener beneficios extraordinarios, fuera de toda lógica.»

Esta es la crítica más frecuentemente al uso de *stock options* en los paquetes remunerativos. Sin embargo, la base de esta objeción es endeble. En primer lugar, cualquier persona puede obtener los mismos ingresos si adquiere en el mercado de capitales una opción de compra sobre esas acciones –y no hay motivos serios para dudar de la moralidad de esta operación.

En segundo lugar, en la remuneración mediante opciones la cuantía que se recibe es incierta y, como dijimos, puede ser muy elevada, pero esto no altera su moralidad. El día en que se conceden las opciones, su valor teórico en el mercado es igual a la prima que se paga por ellas –del mismo modo que el precio justo de un billete de lotería es la cantidad que se paga por él.

En tercer lugar, si la actividad del directivo es capaz de elevar el valor de las acciones, es lógico que se le retribuya por ello (del aumento del valor de las acciones por otras causas nos ocuparemos más adelante).

En definitiva, el problema de los elevados beneficios que pueden producir las *stock options* no es distinto del de los ingresos extraordinarios de un cirujano de éxito, un deportista famoso, el propietario de unos terrenos en los que se encuentra petróleo o el que gana millones jugando a la lotería. El problema moral no está en la cuantía de los ingresos –siempre que se obtengan honradamente–, sino en el uso que se haga de los mismos. Además, en muchos casos, lo que se observa es la concentración de los ingresos de toda una vida en un período breve –unos años, en el caso de un deportista.

- 4) «El aumento de la cotización de las acciones en bolsa puede no deberse al trabajo de los directivos, sino, por ejemplo, a un *boom* bursátil.»

Este problema se presenta siempre que se trata de remunerar por resultados, si la variable empleada para medirlos no es la adecuada. Así, el crecimiento de los pedidos de un vendedor puede deberse a su esfuerzo, pero también a causas ajenas al mismo. Y lo mismo ocurre con el valor de las acciones de la empresa. Pero, por desgracia, no tenemos indicadores perfectos. Esto no convierte la remuneración por resultados en algo inmoral, pero obliga a actuar con especial prudencia.

Si las opciones se utilizan como un instrumento ordinario de remuneración, que se repite cada año, es de esperar que los ingresos medios resultantes

tengan una evolución razonable, compensando los años de alza bursátil con los de baja. El problema se presenta en el corto plazo, cuando los resultados pueden ser excepcionalmente buenos si la bolsa es alcista (o desalentadoramente malos, si es bajista). En todo caso, conviene tener en cuenta la reacción popular a lo que –con razón o sin ella– pueden considerar que son unos beneficios no justificados.

El sesgo introducido por la evolución de la bolsa se puede corregir haciendo, por ejemplo, que el valor de las opciones dependa no de la cotización absoluta de las acciones de la empresa, sino de su proporción respecto de un índice de la bolsa o del sector. En todo caso, parece lógico que estos planes sean más bien generosos, si, como hemos dicho, contratar, retener y motivar directivos eficientes es importante, difícil y no barato.

- 5) «La maximización del valor de las acciones no es un objetivo legítimo de las empresas ni, por tanto, de sus directivos.»

Esta objeción sale al paso de una tesis contraria a las presentadas antes: lo que deben intentar los directivos es maximizar el valor de las acciones, porque, como dice la ciencia económica, ése es el único objetivo de la empresa. Y eso lo deben hacer por razones no sólo económicas, sino también éticas, ya que nos encontramos ante un problema que es –dicen– solamente económico, y en el que no se pueden admitir interferencias de la ética –o mejor, ante un problema en que lo ético consiste en actuar de acuerdo con la racionalidad económica. Por tanto, las opciones sobre acciones son éticamente correctas, en la medida en que mueven a los ejecutivos a actuar de acuerdo con el imperativo ético –y económico– de maximizar el valor de las acciones.

Este no es el lugar adecuado para discutir esta tesis. Baste decir que, en efecto, si se cumplen ciertas condiciones (sobre la información disponible, sobre el grado de competencia en los mercados, sobre la ausencia de efectos externos y bienes públicos, etc.), si los agentes privados maximizan su utilidad y las empresas maximizan el valor de su capital, se llega a una situación económica óptima. La maximización del valor de las acciones es, pues, un medio para alcanzar la eficiencia del sistema económico. Pero esto exige algunas matizaciones. *Primera:* no corresponde a la ciencia económica afirmar que el objetivo del sistema sea esa eficiencia máxima. *Segunda:* dicha eficiencia se consigue si se cumplen unas condiciones ya apuntadas que, de hecho, nunca se dan en la realidad. Y *tercera:* esa regla abstracta de optimización del sistema económico no se puede convertir en una norma práctica de dirección de empresas: “maximizar el valor de la acción” no es una regla operativa.

Estos comentarios nos llevan a la conclusión de que la maximización del valor de las acciones no puede ser una decisión amoral, ni menos aún un imperativo ético, y que, por tanto, no basta para justificar la moralidad de las *stock options*. Pero esto no quiere decir que lo contrario sea cierto. Las empresas, como entidades de naturaleza económica, deben tratar de ser eficientes; esa eficiencia se manifestará en el aumento del valor de sus acciones, y ello justifica el uso de opciones, que, como hemos visto, son un medio apropiado para conseguir aquel fin. Pero la eficiencia máxima –o la maximización del valor de las acciones– no es el único fin de la empresa –y, por tanto, en los planes de *stock options* se deben tener en cuenta otras dimensiones.

“Stock options”, incentivos y conductas

Lo que acabamos de decir implica que la empresa no se puede entender sólo como un stock de capital cuyo valor ha de ser maximizado en nombre de una supuesta racionalidad económica, moralmente neutra. Existen intereses legítimos del personal y de los directivos que no tienen por qué coincidir con el fin de la empresa. Por tanto, hay que tener en cuenta la mejora o el deterioro de las personas en su actividad, los aprendizajes morales que se producen y los cambios de conducta que esos aprendizajes generan, así como la contribución –positiva o negativa– que la estructura, la organización y la cultura de la empresa puedan tener en esos aprendizajes y conductas. Y todo ello influye en la valoración ética de las *stock options*.

Como hemos dicho, los directivos tienen intereses legítimos –de formación y desarrollo personal, de integridad moral, de vida familiar y social, de descanso, salud, ocio, etc.– que hay que respetar o, al menos, tratar de compaginar con los intereses de la empresa –en términos de dedicación, esfuerzo, horario, atención, etc. Y los sistemas de remuneración no son neutros respecto de esos intereses.

Las *stock options*, en cuanto que están orientadas a un único objetivo –la maximización del valor de las acciones–, pueden imponer excesivas restricciones a esos intereses legítimos de los empleados, bien directamente –cuando el directivo valora el coste de oportunidad, en términos económicos, de dedicarse a esos intereses personales–, o de modo indirecto, a través de la organización –como la maximización del valor de las acciones requiere el esfuerzo de todo el equipo, es probable que sus miembros se presionen entre sí para lograrla, a costa de sacrificios en términos de descanso, salud, familia, desarrollo personal, etc. Y, finalmente, el sistema de incentivos acabará permeando toda la cultura de la empresa, hasta cambiarla totalmente –porque tarde o temprano habrá que dar entrada a todo el personal en el sistema de remuneración, mediante opciones u otros incentivos.

En resumen, la remuneración mediante *stock options* puede imponer a los empleados una manera de vivir y de trabajar que no sea la que ellos legítimamente desean. También puede promover conductas moralmente incorrectas, como “cerrar los ojos” a prácticas ilegales que tienen un efecto positivo sobre el valor de las acciones. Nótese que estos efectos no se derivan exclusivamente de la remuneración mediante opciones, sino, en general, de todo sistema de incentivos orientado exclusivamente a la consecución de un resultado, que no excluyen explícitamente otros resultados, pero que los hacen “muy caros”. Además, el uso exclusivo de incentivos económicos hace cada vez más difícil la presencia de otras motivaciones, y esto puede acabar perjudicando la unidad de la empresa.

El diseño de un plan de “stock options”

A la vista de todo lo anterior, parece razonable concluir que la remuneración de directivos y empleados mediante planes de opciones sobre acciones no es radicalmente inmoral, y puede ser útil y muy eficaz desde el punto de vista de la eficiencia y de los resultados financieros. Pero puede presentar también problemas económicos, socio-políticos y éticos, que hay que tener en cuenta a la hora de diseñar e implementar el plan. Por ello, antes de concluir este artículo recogeré algunas recomendaciones referentes al diseño e implementación de este instrumento.

- Los planes de opciones sobre acciones deben contemplarse en el conjunto de la política de retribución y motivación de la empresa. Al diseñarlos, habrá que tener en cuenta qué es lo que se quiere pedir a los directivos, cómo se puede medir eso que se les quiere pedir y cómo se les remunerará por ello. Y habrá que tener en cuenta que es poco probable que un solo indicador –el aumento del valor de las acciones– recoja suficientemente todos esos objetivos.
- Hay que considerar también si se utilizará repetida y regularmente este sistema de remuneración (por ejemplo, cada año), o sólo ocasionalmente (por ejemplo, en períodos de lanzamiento de una nueva actividad, crecimiento, fusión o adquisición de otra empresa, ampliación de mercados, etc.): en definitiva, si se está remunerando una actividad normal o extraordinaria de los empleados.
- Como ya indicamos, parece razonable preguntarse por la tendencia razonable que cabe esperar en la bolsa durante la vigencia del plan, por si se desea introducir algún mecanismo corrector de la cuantía de los beneficios. Quizá se pretende aprovechar la fase alcista de la bolsa para proporcionar ingresos extraordinarios a los directivos, a través de las *stock options*. Esto no es algo inmoral, pero hay que tomarlo como lo que es –una liberalidad o una remuneración extraordinaria– y aplicar las reglas de la justicia distributiva, teniendo en cuenta los objetivos de esa medida (no es un pago ordinario ni un plan de incentivos ligados a resultados), su cuantía, las personas a las que se aplica (y la proporción en que se aplica a cada una), etc.
- Una cuestión importante –porque la justicia tiene también que ver con el procedimiento seguido– es la de quién debe aprobar el plan: la junta de accionistas, el consejo de administración, el comité de nombramientos y remuneraciones, etc. Hay que preguntarse también si esos órganos son suficientemente independientes de la dirección y si disponen de toda la información necesaria para tomar su decisión.
- El plazo para el ejercicio de las opciones es también relevante. Si es muy corto, el plan no sirve para fidelizar; si es muy largo, no motivará, al menos durante los primeros años.
- ¿A quiénes se aplica el plan? ¿A la alta dirección, a todos los directivos, a todo el personal...? Se deberán tener en cuenta los aspectos económicos (coste del plan, por ejemplo), socio-políticos (mal ambiente, sensación de discriminación, etc.) y éticos (justicia conmutativa) derivados de la amplitud del plan. ¿Se incentiva suficientemente a todos los que deben colaborar en la consecución de los objetivos del plan (no necesariamente mediante opciones)?
- Es importante definir bien los objetivos del plan: ¿qué se espera de los que reciben las *stock options*? ¿Están todos esos objetivos adecuadamente recogidos en el plan de remuneración? ¿Se dan incompatibilidades entre ellos?
- ¿Se han tenido en cuenta los posibles efectos negativos del plan sobre la motivación de los empleados, sobre su nivel de exigencia, trabajo, dedicación, estrés... sobre su salud, vida familiar, etc.? ¿Se equilibran adecuadamente todos los intereses afectados por el plan y los objetivos del mismo? ¿Cómo se resolverán posibles conflictos de intereses (por ejemplo, de directivos que no

estén en condiciones de llevar a cabo el esfuerzo extraordinario que la empresa –y sus colegas– esperan de ellos?

- Finalmente, no hay que omitir la consideración de las posibles conductas oportunistas que el plan provoque, como aprovecharse del esfuerzo de otros (*free riding*), manipular las cotizaciones (mediante la administración de las noticias sobre la compañía, el maquillaje contable, etc.), el uso de información privilegiada, la reducción de dividendos, la recompra de acciones, la revisión a la baja del precio de ejercicio de las opciones cuando la bolsa se presenta bajista, etc.

Conclusiones

El uso de *stock options* como instrumento para atraer, retener, motivar y remunerar directivos ha experimentado un gran desarrollo en años recientes, y es probable que continúe extendiéndose, a menos que la bolsa pase por un largo período bajista. Hay para ello razones teóricas, como ya hemos visto, pero también el efecto de la globalización financiera, la presión de los inversores institucionales, la competencia en el mercado de directivos y un cierto componente de moda.

Esto puede tener efectos económicos importantes, orientando las actuaciones de los directivos hacia el objetivo único de maximización del valor de las acciones. Es verdad que ese objetivo siempre ha estado presente como parte del fin de las empresas. Pero los planes de remuneración mediante opciones pueden acentuarlo, en detrimento de otros objetivos –si éstos no se reflejan también en el valor de las acciones.

Los planes de opciones no son esencialmente inmorales, pero tampoco son instrumentos éticamente neutros. Afectan a la conducta de las personas, a sus motivaciones, a sus aprendizajes morales, a sus valores y virtudes, y al papel que las empresas tienen en todo ese entramado de conocimientos, capacidades, actitudes, valores y virtudes que se genera en el proceso de dirigir una empresa.

La principal objeción que se puede hacer a las *stock options* no tiene que ver, a mi juicio, con la cuantía de los ingresos que, en algunos casos, proporcionan a los que las reciben, sino a ese cambio en los incentivos y en las conductas que, de manera indirecta, provocan. Las preguntas importantes son, en definitiva: ¿cómo se dirigen las empresas cuando el principal componente de la retribución de los ejecutivos son las opciones sobre acciones?, y ¿qué tipo de directivo –y, por tanto, qué tipo de empresa– resultará de esa manera de dirigir?