



Universidad de Navarra

LA REMUNERACION DE DIRECTIVOS  
MEDIANTE OPCIONES SOBRE ACCIONES:  
ASPECTOS ECONOMICOS Y ETICOS

Antonio Argandoña\*

*DOCUMENTO DE INVESTIGACION Nº 411*  
*Febrero, 2000*

***Publicado por la Cátedra "Economía y Ética"***

\* Profesor de Análisis Social y Económico para la Dirección, IESE

**División de Investigación**  
**IESE**  
Universidad de Navarra  
Av. Pearson, 21  
08034 Barcelona

Copyright © 2000, IESE  
Prohibida la reproducción sin permiso

**LA REMUNERACION DE DIRECTIVOS  
MEDIANTE OPCIONES SOBRE ACCIONES:  
ASPECTOS ECONOMICOS Y ETICOS**

**Resumen**

La remuneración de directivos mediante opciones sobre acciones (*stock options*) se ha convertido en una práctica cada vez más frecuente, que ha levantado polémicas de naturaleza económica y también ética. En este documento se explican los caracteres de las opciones sobre acciones, su utilización en los planes de captación, retención y motivación de directivos y los efectos esperados de las mismas, incluyendo algunas consideraciones sobre aspectos de carácter ético, como la licitud del objetivo de las *stock options* (la maximización del valor de las acciones) y los problemas de justicia que se presentan cuando, en fases expansivas del mercado de capitales, los directivos reciben remuneraciones muy elevadas gracias a dichas opciones.

## **LA REMUNERACION DE DIRECTIVOS MEDIANTE OPCIONES SOBRE ACCIONES: ASPECTOS ECONOMICOS Y ETICOS**

### **Introducción (1)**

A finales de octubre de 1999, los medios de comunicación en España se hicieron eco de la noticia de que cien directivos de una gran compañía española, Telefónica S.A., habían recibido opciones sobre acciones (*stock options*) con vencimiento en febrero del año 2000, que les habrían supuesto, si se hubiesen ejercido en octubre de 1999, unos ingresos totales de alrededor de 45.000 millones de pesetas (270 millones de euros). A la noticia siguieron numerosos comentarios de periodistas, políticos, expertos, moralistas y público en general, creando una notable confusión sobre el tema.

Este artículo no pretende contribuir directamente a la discusión del caso Telefónica, sino reflexionar sobre la dimensión económica y ética de la remuneración de empleados o directivos mediante opciones sobre acciones. El punto de vista adoptado aquí es doble, el de la economía y el de la ética, pues en toda decisión aparecen ambas dimensiones (y otras más) que, aunque pueden estudiarse por separado, deben considerarse simultáneamente –y buena parte de la confusión creada sobre el tema en España se ha debido al carácter parcial de los análisis llevados a cabo.

Seguidamente explicaré qué son las opciones sobre acciones, cómo se diseñan actualmente los sistemas de compensación de directivos y el papel que en ellos tienen los planes de opciones sobre acciones. Estudiaré después los argumentos económicos y éticos en favor y en contra de los planes de *stock options*, para entrar luego en algunas cuestiones específicas relacionadas con los supuestos básicos empleados y con los problemas de justicia de los planes de opciones, y acabar con las conclusiones.

---

(1) Agradezco a Santiago Alvarez de Mon, Eduardo Ballarín, Enrique Chinchilla, Pablo Fernández, Joan Fontrodona, Miguel Angel Gallo, Antoni García Prat, Eduardo Martínez Abascal, Domènec Melé, José Ocáriz, Joan Enric Ricart, Alfredo Rodríguez, Carlos Sánchez-Runde, Rafael Termes, Juan José Toribio y Juan Carlos Vázquez-Dodero sus pacientes comentarios sobre anteriores borradores de este trabajo. Me gustaría poder descargar en ellos mi responsabilidad por los errores y omisiones de este artículo, pero sería injusto si lo hiciese. A Alfonso Balcells debo agradecerle la insistencia con que me animó a escribir sobre el tema. Este artículo forma parte de un proyecto de investigación sobre la historia reciente de la ética de la empresa en España, desarrollado en la Cátedra Economía y Ética del IESE.

## Las opciones sobre acciones

Las *opciones* son contratos que dan derecho a ejercer una opción sobre algo, en una fecha futura, a un precio predeterminado y a cambio del pago de una prima. El club de fútbol A, por ejemplo, puede firmar con el club B un contrato de opción que da al primero el derecho a comprar los servicios del jugador X en una fecha futura (por ejemplo, tres años), a un precio determinado ya ahora (digamos 1.500 millones de pesetas), pagando por dicho derecho una cantidad o prima (por ejemplo, 150 millones). Pasados tres años, el club A puede efectivamente comprar el jugador X, pagando 1.500 millones (además de los 150 que en su día pagó por la opción), o puede renunciar a esa operación, perdiendo entonces los 150 millones de prima.

Un contrato de *opción de compra de acciones* (1) otorga el derecho (pero no la obligación) a comprar un número preestablecido de acciones de una empresa (el activo subyacente) a un precio determinado (precio de ejercicio, *strike price* o *exercise price*), durante un plazo determinado, a cambio del pago de una prima. En los mercados financieros, de primeras materias, etc., las opciones suelen utilizarse para cubrir riesgos o para obtener rentabilidad.

El comprador de una opción de compra espera que el precio de la acción suba durante el período de ejercicio. De este modo, si todo sale como él espera, el día en que ejecute la opción podrá obtener un beneficio, que será igual a la diferencia entre la cotización *spot* de las acciones en la bolsa y el precio de ejercicio, fijado en el contrato de opción (2). En el peor de los casos, si la cotización de la acción cae por debajo del precio de ejercicio, el titular de la opción no la ejercerá, perdiendo sólo la prima. El comprador de una opción de compra puede obtener, pues, un beneficio ilimitado, con un coste limitado (la prima) (3). Lo que se negocia en el mercado de opciones es la prima, dados el precio de ejercicio y la fecha de vencimiento.

## La remuneración de directivos

Uno de los problemas que más preocupa a los propietarios de una empresa (o que se supone que más debería preocuparles) es el de cómo motivar, incentivar y retener a sus empleados y, sobre todo, a sus directivos. El enfoque tradicional de este tema en el ámbito del análisis económico es la teoría de la agencia. De acuerdo con ella, los propietarios (el principal, según esa terminología) no pueden llevar a cabo directamente la gestión de su negocio, por lo que contratan los servicios de directivos (los agentes), en los que delegan todas o alguna de sus decisiones.

- 
- (1) Las opciones de compra se llaman *call* en la terminología anglosajona, y las de venta, *put*. Aquí nos referiremos siempre a las primeras, que son las únicas relevantes en los planes de remuneración de empleados.
  - (2) Obviamente, la prima pagada por la opción, así como los gastos incurridos, reducirán la rentabilidad de la operación.
  - (3) En general, el valor de una opción de compra aumenta con el precio del activo subyacente (en nuestro caso, las acciones de la empresa) en el mercado al contado, y también cuando sube el tipo de interés de un activo sin riesgo, cuanto mayor sea el plazo que queda hasta el vencimiento de la opción y cuanto mayor sea la volatilidad del precio del activo subyacente (la variabilidad esperada de las posibles cotizaciones de las acciones en la bolsa), y disminuye cuanto mayores sean el precio de ejercicio y el dividendo esperado (si lo hay) pagadero antes del vencimiento de la opción. Estos son los elementos que aparecen en la conocida fórmula de valoración de opciones de Black y Scholes (1973).

En condiciones ideales, los directivos deberían actuar siempre de acuerdo con los intereses y la voluntad de los propietarios. Pero la evidencia muestra que esto no es así, porque aquellos tienen sus propias motivaciones (remuneración, prestigio, poder, una pensión generosa, etc.), que no suelen coincidir con las de los accionistas (que se supone persiguen la maximización del valor de sus acciones). Estos, pues, buscarán procedimientos para conseguir que los intereses de los agentes coincidan con los suyos, incluyendo incentivos positivos (premios) y negativos (castigos), y medidas de supervisión y control (todo lo cual genera costes de monitorización).

El problema de la agencia radica en que el trabajo de dirigir una empresa no puede concretarse en una gama limitada de decisiones, ni sus resultados (*performance*) se pueden resumir en unas cuantas variables. No existe, pues, un contrato suficientemente completo como para que los propietarios puedan obligar a los directivos a actuar siempre y sólo de acuerdo con los intereses de los primeros, ni los costes de supervisión y control son tan bajos como para convertir en trivial ese problema.

En todo caso, los intereses del agente se pueden armonizar con los del principal si se remunera a aquel en función de resultados directa o indirectamente relacionados con el objetivo del principal. Por eso los sistemas de compensación de directivos tienden a dar cada vez más peso a la retribución variable en función de los resultados alcanzados, se elaboran a medio y largo plazo, e individualizan la compensación (tanto en su cuantía como en su composición: salario en metálico y en especie, acciones liberadas, *stock options*, planes de pensiones, etc.). Y dado que en muchas ocasiones no se puede identificar el resultado imputable a las decisiones de un directivo, esa remuneración variable se suele aplicar a todo el equipo de dirección.

El problema de la adecuada remuneración de los directivos de una empresa se concreta en tres variables (cfr. Baker et al., 1988):

- 1) *El importe total del paquete remunerativo* (o sea, el coste, si se trata de la empresa, y el rendimiento esperado, en el caso del directivo) (1). En principio, esto influye en el número y calidad de directivos atraídos.
- 2) *La forma funcional*, es decir, los criterios utilizados para la remuneración: antigüedad, ascensos, etc. y, sobre todo, su relación con los resultados de la gestión. Junto con la cuantía de la remuneración, determina la dedicación del directivo a la consecución de los objetivos que se le fijan (2).
- 3) *La composición del paquete*: remuneración presente y diferida, en metálico, en especie (automóvil, vivienda, créditos blandos, seguro médico, plan de pensiones, etc.), en acciones, en opciones sobre acciones, etc., incluyendo factores como la calidad del puesto de trabajo, el tiempo libre, etc., y las compensaciones por despido o contratos blindados.

---

(1) Lo relevante para la empresa es el valor actual descontado del coste total bruto de las remuneraciones previstas, mientras que para el empleado es el valor actual descontado de los ingresos esperados derivados del plan, netos de impuestos.

(2) En principio, un aumento de ingresos no relacionado con los resultados tendrá menos efecto sobre la actitud del directivo y sobre su esfuerzo por conseguir esos resultados que un simple cambio en la forma funcional, aumentando la remuneración variable en función de esos resultados, y reduciendo la fija.

Cada vez más, los paquetes de remuneración de directivos incluyen diversos tipos de bonos (*bonus*) y sobrepagos anuales o plurianuales, en los que están presentes las *acciones*, desde el simple derecho a suscribirlas (*stock awards*) y los préstamos blandos para comprarlas, hasta la entrega de acciones liberadas, planes de acciones restringidas (*restricted stock*), acciones sintéticas o fantasma (*phantom stock*), derechos vinculados a la cotización de las acciones (*stock appreciation rights*), acciones según resultado (*performance shares*) y, naturalmente, las *stocks options*.

### **Los planes de opciones sobre acciones en la política de remuneración**

Los *planes de opciones sobre acciones* (*stock o share options*) son una forma de remuneración variable en la que la empresa ofrece a todos o a algunos de sus directivos o empleados una opción de compra sobre un número determinado de acciones de la empresa (o del grupo) en una fecha futura (o en un período hasta la fecha de vencimiento), a un precio de ejercicio fijado de antemano.

En la práctica, hay numerosas *variantes* de planes de opciones sobre acciones:

- 1) Por su extensión, el plan se puede ofrecer a todos los directivos y empleados, o sólo a algunos de ellos.
- 2) Las opciones pueden ser libres, o estar sometidas a alguna condición, como la consecución de determinados objetivos (ventas, beneficios, etc.), la continuidad del empleado en la empresa, que sea accionista desde el comienzo del plan o que conserve las acciones adquiridas mediante la opción durante un período de tiempo.
- 3) El precio de ejercicio suele ser el de bolsa en una fecha determinada (habitualmente, el día de puesta en marcha del plan), o el precio medio de un período.
- 4) La opción puede tener una fecha de vencimiento determinada, o puede ejercitarse en cualquier momento antes de esa fecha (habitualmente después de transcurrido un período de exclusión), o de forma escalonada (una parte de las acciones cada año o trimestre, por ejemplo).
- 5) La opción puede ejercerse mediante la entrega de acciones, o en metálico; en este caso, el empleado recibe la diferencia entre el precio de las acciones en la fecha de vencimiento y el precio de ejercicio.

Los planes de opciones sobre acciones se usan extensamente en Estados Unidos (desde los años cincuenta) y en el Reino Unido, y algo menos en otros países. Pero tienden a extenderse, por un proceso de imitación y de aprovechamiento de la experiencia; también debido a la competencia en la contratación de directivos, en un entorno globalizado, así como por la presión de los inversores institucionales, que consideran que esta forma de remuneración es favorable para el aumento del valor de sus acciones.

En Estados Unidos, la mayoría de los programas de opciones siguen un esquema parecido (cfr. Johnson, 1999):

- 1) Se conceden cada año y, en ocasiones, varias veces al año.
- 2) El precio de ejercicio suele ser el de mercado en la fecha de concesión.
- 3) El período máximo de ejercicio de la opción suele ser de diez años, y el período mínimo (de exclusión), de tres o cuatro años (1).
- 4) Las opciones suelen poder ejercitarse en distintos ejercicios, de manera proporcional (por ejemplo, un 25% cada año, durante cuatro años).
- 5) No son transferibles, pero, en la mayoría de los casos, apenas hay limitaciones a la venta de las acciones después del ejercicio de la opción.
- 6) La concesión suele correr a cargo del comité de remuneraciones del consejo de administración, con permiso de la junta de accionistas.
- 7) El volumen y el momento de concesión de opciones sobre acciones varían mucho de unas empresas a otras.

Aunque la información sobre las *stock options* está dispersa, hay una amplia evidencia de su crecimiento y de su uso, cada vez más extendido. A modo de ejemplo, en Estados Unidos (2), el valor total de las opciones sobre acciones en poder de directivos o empleados ha pasado de 59.000 millones de dólares en 1985 a 600.000 millones en 1996; el 90% de las empresas cotizadas en bolsa conceden planes de opciones sobre acciones a sus directivos, y las *stock options* pueden representar hasta el 40% de la remuneración total de un alto directivo norteamericano (y, en algunas ocasiones, mucho más) (Wirth, 1997). Una cuarta parte de las empresas tradicionales extienden sus programas de opciones a los empleados no directivos; dos terceras partes de las empresas en sectores de tecnología avanzada dan *stock options* a todos sus empleados, y las opciones concedidas al *chief executive officer* (CEO) de una gran empresa típica en 1998 suponían un valor igual al de cuatro veces su salario (Welles, 1999).

### **Los argumentos sobre las *stock options***

Como ya hemos explicado, toda decisión tiene dimensiones económicas y éticas. Los argumentos que aquí presentaremos combinan unas y otras, porque, en definitiva, ambas provienen de la consideración del modelo de hombre, de empresa y de sociedad que se adopte.

#### ***La atracción y retención de directivos y empleados***

Una de las principales tareas de un consejo de administración *es atraer y retener* («fidelizar») a los mejores directivos, de acuerdo con las necesidades de la empresa. En principio, la variable más importante para lograrlo parece ser *la cuantía total esperada de la remuneración*, por varias razones:

- 
- (1) Bastantes autores consideran que este plazo es demasiado corto, y que el plan debería premiar los resultados a un plazo más largo.
  - (2) Véanse en Melle (1999) algunas cifras referidas a España.

- 1) Es necesario ofrecer al directivo o técnico una remuneración superior a la que puede conseguir en otras actividades alternativas, sea en otras empresas, sea en otras ocupaciones (1).
- 2) Una carrera directiva, sobre todo en sectores innovadores y de alto crecimiento, exige una elevada inversión en capital humano específico (2), que el directivo no estará dispuesto a llevar a cabo si no se le ofrece una remuneración suficiente durante un período dilatado.
- 3) La elevada remuneración de los directivos de mayor nivel puede tener por objeto que los de niveles inferiores se esfuercen más en empleos no bien pagados, con la esperanza de alcanzar aquellos niveles superiores (3).
- 4) La competencia entre empresas, cada vez más global, obliga a ofrecer remuneraciones cada vez mayores a sus directivos más selectos (4).
- 5) La dirección de una empresa, sobre todo de cierto tamaño, puede presentar rendimientos crecientes de habilidad. Esto significa que un directivo podrá –y deberá– ganar más en una empresa mayor, porque su rendimiento será también más elevado (5). Esta capacidad de generar –y recibir– rentas mayores se relaciona, sobre todo, con tres factores que han adquirido particular relevancia en los últimos años (cfr. Frank y Cook, 1995):
  - a) La ampliación de los mercados. Un médico de reconocido prestigio podrá atender sólo a los pacientes más ricos y cobrar honorarios mucho mayores que sus competidores. Y si el mercado se amplía, podrá llegar a más pacientes más ricos y aumentar así sus ingresos –y algo parecido ocurrirá con los altos directivos de empresas multinacionales.
  - b) Las modernas tecnologías, que facilitan la ampliación del mercado y la difusión de la información. El avance en los transportes, por ejemplo, permitirá al médico famoso recibir enfermos de todo el mundo; las modernas técnicas de reproducción de sonido permiten que los mejores músicos obtengan contratos multimillonarios, gracias a los cuales sus discos estarán presentes en todos los hogares, etc. –y los medios de comunicación permitirán darlo a conocer.
  - c) La supresión de barreras a la competencia, a la globalización y a la innovación. Esto ha generalizado, por ejemplo, la práctica, antes socialmente rechazada, de «robar» los directivos a una empresa competidora.

---

(1) Se supone que una persona que puede llegar a ser un buen directivo puede desempeñar también satisfactoriamente otros empleos, como la política, la milicia, la función pública, el crimen, etc., en los que puede obtener rentas elevadas, legal o ilegalmente; cfr. Murphy et al. (1991).

(2) El capital humano específico lo integran los conocimientos, aptitudes y capacidades que sólo son útiles en una empresa o grupo.

(3) Es la teoría de los «torneos»; cfr. Lazear y Rosen (1981).

(4) Esto puede estar relacionado también con la práctica de pagar a los directivos de acuerdo con lo que se considera el «salario de mercado» para esos puestos, según las encuestas preparadas por las empresas de *head hunters* (y con el hecho de que la remuneración de esos intermediarios consiste en un porcentaje de la remuneración del directivo contratado, lo que tiende a sesgar el salario al alza).

(5) La mayor competencia por ocupar esos puestos no reducirá el diferencial si la oferta de talento se mantiene limitada, al menos en el corto plazo.



Hay, pues, motivos para que algunos directivos reciban remuneraciones elevadas, tanto para que «fichen» por una empresa como para que permanezcan en ella. Pero esto no tiene que ver directamente con las *stock options*, que pueden formar parte o no del paquete remunerador.

Desde el punto de vista de los empleados y directivos, las conclusiones son similares: lo que les atraerá –dadas otras motivaciones– será la *cuantía* de la remuneración total esperada, independientemente de que se materialice en *stock options* o no. No obstante, la *estructura* del paquete remunerativo será relevante si afecta a la incertidumbre de los ingresos, a su variabilidad (riesgo) o a su tratamiento fiscal. Y los planes de opciones sobre acciones tienen, además, la ventaja de que son asimétricos en sus efectos, pues permiten ganar (sin límite teórico) si suben las acciones, y no perder si bajan.

### ***La motivación de directivos y empleados***

De un plan de remuneración se espera también que motive a los directivos y empleados para que se dediquen, principal y casi exclusivamente, a los objetivos que se les señalan.

Supuesto que la remuneración total sea suficiente para retener al equipo directivo, su orientación hacia unos u otros resultados dependerá, sobre todo, de la *estructura* de la compensación. En principio, cuanto mayor sea la proporción de la remuneración total que esté ligada a resultados, mayor será la dedicación y esfuerzo del directivo para su consecución. Por tanto, el papel motivador de la compensación vendrá dado, sobre todo, por la proporción que la parte variable (en función de resultados) represente en la remuneración total, y por su carácter incremental o marginal –es decir, cuánto aumenta la compensación por cada unidad adicional de resultado conseguido.

Las opciones sobre acciones son una excelente forma de motivación para la maximización del valor de la acción (1), especialmente en ciertas etapas de la vida de la empresa –lanzamiento, crecimiento rápido, internacionalización, fusiones y adquisiciones, defensa ante una opa, etc.– en las que se espera del directivo un esfuerzo extraordinario, más talento, creatividad y dedicación, etc., así como la asunción de mayores riesgos.

La *lógica* de las *stock options* descansa, pues, en los siguientes *supuestos*: 1) la maximización del valor de las acciones es el objetivo de la empresa (o forma parte destacada del mismo); 2) ese debería ser, por tanto, el objetivo de la actuación de los directivos. Pero, de hecho, éstos tienen otras metas personales, no siempre compatibles con el objetivo corporativo; 3) por consiguiente, deben fomentarse aquellas decisiones que maximizan el valor de las acciones y dificultarse las que se opongan a ese objetivo; 4) para ello, los planes de remuneración de los directivos deben ligar su remuneración a la maximización del valor de las acciones, y 5) las *stock options* son particularmente útiles para ese objetivo, porque los beneficios esperados de las mismas están en proporción directa al aumento del valor de las acciones.

---

(1) La evidencia empírica apoya la tesis de que las *stock options* llevan a rendimientos superiores en bolsa. «Las empresas que conceden opciones sobre acciones a sus *CEO* presentan unos resultados que son un 2% mejores que los del mercado durante un período que empieza al día siguiente de la concesión y que dura unas diez semanas (unos 50 días hábiles en el mercado de capitales). Esos rendimientos anormales se estabilizan luego, y quedan en adelante permanentemente incorporados en los precios de las acciones de la compañía» (Yermack, 1997, pág. 450).

Ahora bien, el objetivo de alinear las motivaciones de los directivos con las de los accionistas se puede conseguir también mediante otros medios, como la entrega de acciones liberadas. Sin embargo, los planes de opciones pueden tener ventajas, como el menor coste directo para la empresa (que se reduce a la prima pagada) respecto a la cuantía de la compensación, evitar un desembolso de liquidez, si la opción no se paga en metálico, o las ventajas fiscales (si las hay).

Pero las opciones pueden también inducir *conductas oportunistas* por parte de los directivos o empleados incluidos en el plan, conductas que son variantes del problema ya descrito de las relaciones entre el principal (el accionista) y su agente (el directivo). Tal sería el caso de los comportamientos de *free rider* o *viajero sin billete*, cuando un directivo no lleva a cabo el esfuerzo que se le pide, sino que se aprovecha de la buena marcha del mercado bursátil o del esfuerzo de sus colegas. En definitiva, como todo sistema de retribución, las *stock options* no son garantía de éxito si no se diseñan e instrumentan adecuadamente.

### ***La cuestión del plazo***

Como ya se ha señalado, el *plazo* de ejercicio de las opciones suele ser una fecha determinada, aunque también es frecuente el ejercicio (libre o a prorrata) entre una fecha mínima (período de exclusión) y otra máxima. En la cuestión del plazo se pone de manifiesto, una vez más, el conflicto entre propietarios y directivos.

El accionista, en efecto, desea la maximización del valor de las acciones, esto es, de la capacidad de la empresa para generar una corriente de beneficios elevada a lo largo del tiempo. Su interés es, pues, de largo plazo –incluso aunque esté decidido a vender sus acciones inmediatamente, pues se supone que el mercado de capitales las valora de acuerdo con aquella expectativa de largo plazo.

Al directivo, por el contrario, le interesa maximizar el rendimiento de sus *stock options*, es decir, ejecutarlas cuando el precio al contado de las acciones sea máximo, y si puede conseguir esto en poco tiempo, mejor. Si el plazo de ejercicio es demasiado largo, el incentivo para el directivo será pequeño, y no se despertará hasta que se aproxime la fecha de vencimiento de las opciones. Pero si es demasiado corto, se puede originar un sesgo hacia los resultados a corto plazo, en detrimento de los beneficios futuros, del crecimiento y aun de la continuidad de la empresa.

En todo caso, cualquiera que sea el plazo, los directivos pueden intentar *manipular el valor de las acciones* cuando se aproxima la fecha de ejercicio de la opción. Pueden, por ejemplo, controlar la publicación de noticias positivas o negativas sobre la empresa, de modo que la cotización de sus acciones aumente cuando a ellos les interese. O pueden proponer al consejo de administración que apruebe un plan de opciones precisamente cuando esperan una inminente subida del precio de las acciones (cfr. Yermack, 1997). O pueden usar la información privilegiada que poseen, ejercitando sus opciones ante la expectativa de una caída del precio de las acciones y vendiendo inmediatamente los títulos, con perjuicio para los accionistas (1).

---

(1) A estos argumentos se puede responder que el mercado acabará identificando las maniobras que elevan artificialmente la cotización de las acciones. Pero es muy posible que esto no suceda hasta después de un tiempo, cuando ya haya vencido la opción.

### *Los resultados no planeados de un plan de opciones sobre acciones*

Ya hemos señalado que las *stock options* son eficaces para conseguir que los directivos se orienten principalmente a las acciones que puedan maximizar el valor de las acciones. Pero también hay que tener en cuenta algunos *resultados no previstos*, que se encuentran en la confluencia entre los aspectos económicos y éticos del problema:

- 1) Si se paga a los directivos en función de un solo objetivo, se *desincentivan otras metas*, que pueden resultar «demasiado caras» en términos económicos. Asimismo, la tentación de «cerrar los ojos» ante conductas ilegales o inmorales, puede ser muy fuerte.
- 2) Los empleados que entran en un plan de opciones adquieren un compromiso (al menos implícito) de aplicar su iniciativa, dedicación y esfuerzo de un modo extraordinario –en términos de viajes, reuniones, negociaciones, cambio frecuente de temas, estrés, elevada responsabilidad, etc.–, durante un período relativamente largo. Esto *puede cambiar su régimen de vida y sus valores* (familia, amistad, salud, relaciones sociales, etc.), aunque el problema radica en la exigencia de esa dedicación y esfuerzo, no en el uso de *stock options* para conseguirlo –pero éstas pueden agravarlo– (1).
- 3) Los incentivos usados son exclusivamente *económicos*, es decir, extrínsecos (2). En principio, esto no tiene por qué excluir otros, de naturaleza intrínseca (el aprendizaje, por ejemplo) o trascendente (dar cabida a las necesidades de otras personas), pero el énfasis en los primeros, sobre todo si su cuantía es elevada, puede dificultar la consideración de los demás, haciéndolos «demasiado caros» en términos económicos. Y la consiguiente dilución de motivaciones puede acabar destruyendo la unidad de la organización y, a la larga, incluso sus resultados económicos (cfr. Pérez López, 1993).
- 4) Esto ocurrirá no sólo en el plano individual, sino también en el *colectivo*. Si la consecución del mayor valor para el accionista es una meta de toda la organización, esta acabará generando una cultura orientada a ese fin. Esto significa, primero, que se deberá motivar a todos los colaboradores en los diferentes niveles de la jerarquía, para que todos contribuyan a los objetivos que animan a la alta dirección. Segundo, que los que no participen en esos incentivos pueden sentirse discriminados, rompiendo la unidad de la empresa. Y tercero, que el equipo que participa en las *stock options* debe actuar como tal, de forma cohesionada, impidiendo las conductas de los disidentes.
- 5) Estos procesos de cambio en la conducta de las personas y en los caracteres de la organización serán, probablemente, lentos, pero no por ello menos

---

(1) Puede pensarse que el mercado ofrece distintas combinaciones de esfuerzo, ritmo de vida, tensión, etc., de un lado, y de remuneración, de otro, para que cada uno elija la combinación que prefiera. Pero, en la medida en que la mayoría de las empresas adapten su estrategia de contratación y remuneración a la opción más exigente, el *trade off* para los directivos puede resultar sesgado, sobre todo en el corto plazo. Y esto es un problema ético, pero también económico: si los agentes se desplazan a soluciones de esquina –es decir, si pierden la posibilidad de combinar objetivos distintos–, la consecución del óptimo económico se verá dificultada.

(2) La motivación económica no es inmoral. Que una persona desee tener mayores ingresos no es, en absoluto, rechazable: todo depende del «para qué». Sobre las distintas motivaciones, véase Pérez López (1993, 1998); también Argandoña (1996).

perceptibles al cabo del tiempo. Y la clave de esos cambios son los *aprendizajes* que tienen lugar en las personas y en la empresa.

El resultado de todo esto *puede ser* un tipo de directivo orientado sólo hacia una meta –la maximización del valor de la acción– y con una sola motivación –la económica–, y que *puede* acabar adaptando su conducta a esos valores, y ese tipo de directivo puede acabar siendo el dominante en la organización.

Y esto no es algo casual: es lo que se intenta cuando se aplica estrictamente el modelo económico. Pero sólo será acertado si lo es dicho modelo. Como señalan Baker et al. (1988), los sistemas de compensación por resultados (también las *stock options*) «no son ineficaces, sino más bien son *demasiado* eficaces: una elevada remuneración ligada a resultados motiva a la gente a hacer exactamente lo que se les dice que hagan» (pág. 205). El problema radica, primero, en qué se les debe decir que deben hacer, y segundo, en los efectos –para las personas y para la organización– de un error en esa directriz.

### *Algunas prácticas discutibles*

Hemos de considerar también *algunas prácticas* que reflejan, de nuevo, el conflicto recogido en la teoría de la agencia –aunque no se trata de un problema exclusivo de los planes de opciones sobre acciones:

- 1) *La supresión del pago de dividendos*. Puede estar justificada por otras razones, pero, en todo caso, suele elevar el valor de las acciones, como desean los directivos. De ahí el riesgo de usar esta acción para incrementar el valor de las opciones (1).
- 2) *La recompra de acciones* por la propia empresa, para evitar la dilución del capital que resultaría de las opciones concedidas a los directivos y empleados. También aumenta el valor de las acciones y, por tanto, de las opciones. Además, puede llevarse a cabo cuando interesa a los directivos, no cuando las acciones son más baratas.
- 3) Otra práctica no muy infrecuente es *la revisión (a la baja) del precio de ejecución de las opciones*, cuando el mal comportamiento de las acciones en bolsa no haría rentable su ejercicio.

En los párrafos precedentes hemos visto que el conflicto de agencia sigue vigente aunque existan planes de opciones sobre acciones. Esto nos lleva a una cuestión importante: *¿quién toma la decisión* de conceder *stock options*? Si lo hacen los accionistas, con toda la información necesaria y ejerciendo plenamente su poder último en la empresa, parece lógico pensar que esa decisión será acorde con sus intereses. Pero si la decisión se toma en órganos de gobierno no suficientemente independientes de la dirección, o condicionados por ésta, o con información limitada, hay motivos para pensar que el conflicto de agencia sigue sin resolverse (2).

---

(1) Lambert et al. (1989) documentan la relación entre el menor pago de dividendos y la generalización de los planes de opciones.

(2) A menudo los consejos de administración, o los comités de remuneración dentro de los mismos, reciben las propuestas de planes de opciones que formulan los propios directivos, o los tienen entre sus miembros, o han recibido su cargo a propuesta de ellos, etc. Cfr. Lorsch (1990).

## Dos cuestiones de fondo

El análisis anterior nos obliga a entrar en dos cuestiones de fondo acerca de la moralidad de la remuneración mediante opciones sobre acciones:

- 1) Hasta ahora, las objeciones éticas y económicas a las *stock options* se han basado, sobre todo, en las motivaciones que generan en los directivos y en la naturaleza y efectos de los incentivos que se les proporcionan (1). Ahora bien, si el fin de la empresa es *maximizar el valor de las acciones*; si, por tanto, los directivos deben actuar siempre de acuerdo con ese único objetivo, y si las opciones sobre acciones son un instrumento especialmente apropiado para conseguir esa conducta, ¿no supone esto que nuestras objeciones morales son improcedentes?
- 2) Atraer, retener y motivar a altos directivos, al menos en algunas empresas y sectores, exige ofrecerles remuneraciones elevadas. En este contexto, las *stock options* son particularmente útiles. Pero se han levantado numerosas críticas acerca de la *justicia* de esos planes de remuneración de directivos. ¿Son correctas esas críticas?

### *La maximización del valor de las acciones*

Este objetivo viene sugerido por la ciencia económica, que sostiene que el (único) objetivo de la empresa «debe ser» la maximización del valor de las acciones. Esto es verdad, pero hay que entender por qué (2).

Lo que la economía afirma es que, si se cumplen unos determinados supuestos (3), si todas las empresas toman decisiones de modo que se maximice el valor de sus acciones y todos los consumidores toman decisiones de modo que maximicen su utilidad a lo largo del tiempo, se conseguirá *una situación óptima*, en el sentido de que no se podrá aumentar la utilidad de ningún sujeto económico sin reducir al menos la de otro (óptimo de Pareto). O, lo que es lo mismo, la eficacia económica será máxima, en el sentido de que, dados los recursos disponibles, no se podrá obtener una combinación de volúmenes de producción de los distintos bienes y servicios tal que ningún sujeto pueda aumentar su utilidad sin que otro la vea disminuida.

La condición de maximización del valor de las acciones viene exigida, pues, por una determinada concepción de la *racionalidad del sistema económico*, y no intenta dar normas sobre cómo se debe dirigir una empresa en un momento determinado. En efecto, del sistema económico se espera la consecución de la máxima eficacia en la asignación de los recursos; por tanto, cuando se afirma que las empresas deben maximizar el valor para sus accionistas es porque, de este modo, el sistema económico en su conjunto conseguirá aquel óptimo, que se supone es su finalidad. Pero esto exige algunas precisiones:

- 
- (1) También hicimos notar que pueden dar lugar a conductas oportunistas, pero estas no son exclusivas de este sistema de remuneración, y su resolución no parece especialmente difícil. De ahí que no sean verdaderas objeciones éticas a la figura de las *stock options*.
  - (2) He desarrollado este tema en Argandoña (1995, 1998).
  - (3) Sobre la independencia de las preferencias de los sujetos económicos, el carácter completo de los mercados presentes y futuros, la competencia atomística, la existencia de información perfecta al alcance de todos los participantes, etc.

- 1) El óptimo sólo se alcanza cuando se cumplen las condiciones señaladas, lo que no suele darse en la realidad.
- 2) La *finalidad del sistema* no es un concepto económico, sino que viene dada desde fuera de la ciencia económica: es una cuestión metaeconómica (1).
- 3) El concepto económico de *eficacia* se refiere a la utilización de unos recursos para la obtención de unos resultados. La economía tiene su propia lista de recursos y resultados a considerar (por ejemplo, los costes de las primeras materias, energía, financieros, laborales, etc., entre los primeros, y los ingresos netos, entre los segundos). A partir de ahí surge el concepto económico de beneficio que, se supone, fundamenta el valor de las acciones. Pero la decisión de incluir determinados costes e ingresos, y no otros (como el deterioro del medio ambiente, el estrés de los directivos o la degradación moral de los empleados), es, de nuevo, de naturaleza metaeconómica (2).

A la vista de todo lo anterior, no se puede afirmar que la maximización del valor de las acciones deba ser el único objetivo de la empresa. Sí cabe afirmarlo desde el punto de vista estrictamente económico, pero, como acabamos de ver, la racionalidad económica no es la única, ni la definitiva.

Esto no significa, naturalmente, que las empresas no deban tratar de maximizar el valor de sus acciones para satisfacer las exigencias de la eficacia económica: este es, desde luego, un criterio muy importante. Pero no el único.

### ***La justicia de los planes de opciones sobre acciones***

El debate acerca del plan de opciones de Telefónica ha puesto de manifiesto que la opinión pública presta particular atención a los *criterios de justicia*. Aquí los estudiaremos en tres apartados: 1) ¿Son los planes de opciones injustos para la empresa?; 2) ¿Es justo que algunos directivos obtengan ingresos muy altos, como consecuencia de sus *stock options*?, y 3) ¿Se plantean problemas de justicia frente a los empleados que no participan de esos planes?

#### *1) ¿Son los planes de opciones injustos para la empresa?*

En principio, parece lógico responder que no: tanto el objeto del contrato entre la empresa y el directivo como los motivos de las partes, son legítimos; si no se están incentivando con ello conductas inmorales, y tampoco lo son las circunstancias (por ejemplo, porque los directivos manipulen el acuerdo), no hay nada inmoral en ello. La concesión de

---

(1) Además, el óptimo paretiano se define dentro de una ética utilitarista, de maximización de la utilidad para el conjunto, en el sentido restringido mencionado: nadie puede estar mejor sin que otro esté peor. Dejará, pues, de ser válido para otras concepciones morales si, por ejemplo, se concede relevancia no sólo a la satisfacción de las preferencias de los sujetos, sino a la moralidad de esas preferencias, o a la de los procesos económicos y sociales de los que resulta el supuesto óptimo.

(2) Claro que puede aducirse que, si son relevantes para el mercado, esos otros costes y beneficios acabarán siendo tenidos en cuenta. Pero esto no resuelve nuestro problema: a) porque esto sólo ocurrirá –si ocurre– en el largo plazo; b) si actúan unos mecanismos que la economía no identifica adecuadamente, y c) porque no podemos tener la seguridad de que el mercado acabe valorando todos y sólo los costes e ingresos relevantes (porque son de naturaleza metaeconómica).

opciones *no es una carga injusta* para la empresa, porque el coste del plan para ella es la prima pagada, un coste que será seguramente moderado y aceptable (1).

Además, las *stock options* se orientan a conseguir una gestión adecuada de la empresa, que se traducirá en la expectativa de altos beneficios, y éstos en el mayor valor de las acciones. Y no parece injusto remunerar a los directivos en función de la calidad de su gestión.

Pero, ¿es la cotización en bolsa un buen indicador de la *calidad de la gestión*? Quizá no, porque, aunque dicha cotización varía en función de las acciones de la dirección, también depende de factores ajenos a ella, como el ciclo económico, las políticas públicas y, sobre todo, la evolución del mercado de capitales.

El problema no tiene fácil solución, porque *no disponemos de mejores indicadores* (2). Parece lógico concluir, pues, que, como regla general, no es injusto remunerar a los directivos en función del valor de las acciones en bolsa, aunque esto debe dilucidarse en cada caso. Y si la bolsa experimenta una larga fase expansiva, esto nos remite a la siguiente pregunta.

2) *¿Es justo que algunos directivos obtengan ingresos muy altos como consecuencia de sus «stock options»?*

Las opciones sobre acciones *no garantizan ningún rendimiento determinado*, grande o pequeño, positivo o negativo. Cualquier persona puede comprar opciones sobre acciones, y repetir la experiencia de los directivos a los que se remunera de este modo. Y en un mercado de derivados amplio, profundo y competitivo, la prima pagada por las opciones será tal que la rentabilidad esperada que ofrezcan en un momento determinado no será mayor que la de otras alternativas de inversión, dada la información disponible y el riesgo asumido (3). Lo relevante aquí, como en las loterías, es el beneficio esperado, es decir, el beneficio medio resultante de los distintos precios, multiplicado por las probabilidades respectivas.

¿Existe *proporción* entre lo que el directivo o empleado aporta a la empresa y la remuneración final que recibe? Según una definición tradicional, la justicia es el modo de conducta (hábito, virtud) por el que alguien, movido por una voluntad constante e inalterable, da a cada uno lo suyo, y no menos, pero tampoco más. La pregunta que aquí nos formulamos es: ¿se ha ganado el directivo el derecho al elevado beneficio derivado de las opciones sobre acciones?

La respuesta no la da la virtud de la justicia, sino que es anterior a ella: la da el derecho –no en el sentido de la ley–, sino como proporción entre lo que se da y lo que se recibe. Pero en este caso tenemos al menos tres proporciones a considerar:

- 
- (1) ¿Quién «sale perdiendo» cuando el directivo ejerce la opción? En principio, la entidad financiera que vendió las opciones –aunque, obviamente, se debió cubrir con una operación en sentido contrario o con la compra de acciones *forward*. Pero conviene tener en cuenta que, en el momento en que se estableció el plan de opciones, la prima pagada era justa, dada la información disponible sobre las variables relevantes: el precio de ejercicio, el plazo de vencimiento de la opción, la volatilidad esperada en el precio de las acciones, etc.
  - (2) Se podría utilizar un índice relativo, comparando la cotización de las acciones de la empresa con la del sector o la del mercado. Pero estos planes son aún poco frecuentes en la práctica.
  - (3) Obviamente, cuando llegue nueva información, el precio de las opciones puede variar, pero esto no podía ser conocido con anterioridad si, como parece, los mercados descuentan inmediatamente los efectos de toda la información que llega en cada momento.
  - (4) Sobre este concepto de justicia, cfr. Pieper (1980). La definición propuesta está tomada (no literalmente) de Tomás de Aquino (1946ss.), parte 2-2, cuestión 58, artículo 1.

- 1) De acuerdo con la primera, el directivo o empleado ofrece sus conocimientos y capacidades a cambio de un sueldo y de unas opciones sobre acciones, cuyo coste para la empresa es la prima. Este es el contenido del contrato de trabajo o de dirección. Y, en principio, parece equitativo (1).
- 2) La segunda proporción es la que hay entre los resultados para ambas partes. Si la actividad del directivo aumenta considerablemente el valor de las acciones para la empresa, y él recibe una parte de esa revalorización, a través del rendimiento de sus *stock options*. Esto tampoco parece inmoral.

Pero, en todo caso, este argumento no es directamente relevante para el tema que aquí nos ocupa, porque lo que el directivo se compromete a aportar es un trabajo, no un resultado en términos de valor de las acciones. También la empresa entrega unas opciones de rendimiento incierto, no un beneficio determinado. El diseño de un contrato de trabajo o de dirección que incluya opciones sobre acciones no se ve afectado por la moralidad de este tipo de proporcionalidad.

- 3) La tercera proporción es la que existe entre los conocimientos, capacidades, dedicación y esfuerzo de los directivos, de un lado, y su ingreso total al ejercer las opciones (más el salario y otras compensaciones, en su caso), de otro. Y es aquí donde suele surgir la crítica, porque se considera que *no existe proporción* entre lo que el directivo ha aportado y lo que ha recibido.

Pero lo que los mercados remuneran no es el mérito, el esfuerzo, la virtud o la capacidad, sino un cierto resultado, atendiendo a la valoración social de la actividad. Un agricultor en un país subdesarrollado puede acabar un agotador día de trabajo con unas pocas monedas como salario, porque su aportación a la producción habrá sido mínima, mientras que el mismo agricultor, en un país avanzado, puede ganar mucho más con muy poco esfuerzo físico, porque su aportación a la producción (combinada con la maquinaria, insecticidas, semillas especiales, etc.) habrá sido muy alta. Del mismo modo, un buen jugador de fútbol, un cantante o una estrella del espectáculo reciben millones por su actividad, simplemente porque hay muchas personas dispuestas a pagar por ver sus actuaciones o escuchar sus discos. Y si se les pagan elevadas compensaciones no es porque su trabajo tenga mérito moral, o por el esfuerzo aplicado, sino porque ése es el medio de que la sociedad dispone para que sus recursos excepcionales no queden improductivos (2).

Ya hemos explicado que las empresas han de ofrecer remuneraciones altas (o mejor, paquetes que incluyan la posibilidad de remuneraciones altas, si la actividad tiene éxito) para atraer, motivar y retener a sus directivos, sobre todo en actividades novedosas, empresas grandes, mercados globalizados, rápido avance tecnológico, incertidumbre elevada, etc. Pues bien, este caso es similar al de las estrellas del deporte o del espectáculo: la sociedad está dispuesta a pagarles grandes cantidades porque no puede permitir que sus talentos y capacidades queden estériles (3). En todo caso, ni el contrato de trabajo ni el de dirección –ni,

---

(1) Como lo es que, a cambio de 1.000 pesetas, alguien reciba un billete de lotería que le ofrece un premio alto con una probabilidad muy baja, y un premio nulo con una probabilidad alta.

(2) Como explicaron los autores de la Escuela de Salamanca, el precio justo no depende del coste de producirlo o del esfuerzo aportado, sino de la utilidad o escasez *secundum estimationem forum*. Cfr. Chafuén (1991); Termes (1992).

(3) Este argumento no resultará convincente para los que piensan que dirigir empresas es fácil, que lo pueden hacer, si no cualquiera, al menos muchas personas, y que el único mérito de los directivos que han recibido sustanciosos paquetes de *stock options* es haber sabido estar en el lugar adecuado en el momento oportuno (o incluso haber provocado el reparto de opciones cuando les interesaba). Y, naturalmente, si no se entiende la función social del directivo o del empresario, no se valorará su trabajo.



por tanto, la remuneración mediante opciones sobre acciones– contemplan directamente esa proporción entre esfuerzo y resultado.

*¿Debe conformarse la sociedad con ese estado de cosas?* Supongamos que el valor de las opciones ha aumentado gracias a un *boom* bursátil, no al esfuerzo y la inventiva del directivo. ¿Debe devolver el dinero a la empresa? No, porque él cumplió lo pactado con la empresa, y ésta también (pagó la prima de las opciones concedidas). No ha «robado» a su patrono. ¿Debe devolver el dinero a los accionistas? Tampoco, porque el aumento del valor de las acciones les ha beneficiado también a ellos –y, por lo que parece, también sin mérito por su parte. ¿Debe repartir el dinero entre sus compañeros y colegas? No, porque no tienen ningún derecho sobre ese dinero (si se les ha pagado en justicia por su contribución a la producción).

Parece más lógico que el que se ha enriquecido de ese modo considere que ese dinero es suyo, pero que se trata de un regalo inmerecido y que, por tanto, debe *devolverlo a la sociedad* (al menos en parte) (1). Pero nótese que no estamos ante un problema de injusticia en la percepción de una remuneración, sino de uso adecuado de la riqueza (2).

3. *¿Se plantean problemas de justicia frente a los empleados que no participan de esos planes?*

La justicia conmutativa nos lleva a considerar no sólo si los que reciben una remuneración tienen derecho a ello, sino también *si todos los que tienen derecho reciben esa remuneración*. Pero esto debe analizarse en cada caso.

Ante todo, no basta la comparación de ingresos entre los afectados si, como dijimos antes, es necesario incentivar muy especialmente a los de cierto nivel, para atraer, retener y motivar a los que van a tener una contribución decisiva en la marcha de la empresa –y si, por tanto, la aportación de algunos es socialmente más relevante que la de otros.

Pero en la medida en que la maximización del valor de las acciones sea resultado de un trabajo en equipo, todos los que forman parte de ese equipo deben tener alguna participación en los incentivos, por razones no sólo éticas, sino también económicas (de eficacia) y sociopolíticas (de ambiente en la empresa).

## Conclusiones

¿Hay algún problema ético en los planes de remuneración de directivos mediante opciones sobre acciones? Sí, sin duda: toda actividad humana –también la de atraer, retener y motivar empleados– tiene una dimensión ética, que hay que considerar al mismo tiempo que las demás dimensiones, no como algo añadido a ellas.

---

(1) Las formas adecuadas para llevar esto a cabo variarán mucho según los casos: donativos, creación de puestos de trabajo, ayudas a otros países, etc. Esto está relacionado con lo que en la doctrina social de la Iglesia Católica se llama «la función social de la propiedad». Cfr., por ejemplo, Fuente (1993).

(2) La solución puesta en práctica en España a raíz del caso Telefónica ha ido también en la línea de «devolver» a la sociedad ese beneficio extraordinario, mediante un aumento de la carga fiscal de las rentas irregulares. En la medida en que los impuestos sirven para financiar actividades dirigidas al bien común, esto parece correcto, aunque no resuelve el fondo del problema. Pero hay motivos muy serios para poner en duda la moralidad de no pocas de las «demandas» sobre el «bien común» que se financian con esos impuestos. Además, la solución adoptada ha provocado otros problemas: intensificación del gravamen sobre otras rentas irregulares, elaboración de una ley –que debe tener carácter general– atendiendo a un caso concreto, aplicación de la norma con carácter retroactivo...

A la vista del análisis llevado a cabo en las páginas precedentes, el principal problema moral de las *stock options* no radica en la *cuantía de los beneficios* que los directivos puedan obtener en la ejecución de sus opciones –aunque éste haya sido el tema que más atención ha despertado en el caso de Telefónica. Se prestan, desde luego, a conductas oportunistas, a manipulaciones fraudulentas, etc., pero no más que cualquier otra propuesta. Y, en todo caso, esos problemas admiten soluciones razonables.

En mi opinión, el problema de fondo de las *stock options* va mucho más lejos que el de un simple plan de remuneración más o menos generoso y más o menos justo y prudente. Detrás de las opciones sobre acciones aparece un razonamiento como el siguiente:

- 1) La maximización del valor de las acciones debe ser el (único) objetivo de las empresas y, por tanto,
- 2) la (única) guía en la tarea del directivo. Pero en las actuales condiciones de globalización, innovación, rendimientos crecientes de la habilidad, etc.,
- 3) es necesario atraer, retener y motivar a un tipo especial de directivo, capaz de conducir con éxito a la empresa en ese entorno,
- 4) para lo cual hay que ofrecerle incentivos (casi exclusivamente) económicos, basados en paquetes de compensación muy generosos y ligados a los resultados, es decir, a la maximización del valor de las acciones.
- 5) Ello convierte a las opciones sobre acciones en un instrumento insustituible en la política de remuneración e incentivación.

El mensaje no es nuevo, aunque en los últimos años me parece observar una *radicalización* de sus supuestos principales: el (único) objetivo de la empresa es y debe ser la maximización del valor de las acciones; la (única) motivación relevante es la económica, y los demás argumentos (sociopolíticos, éticos, etc.), o carecen de consistencia, o se pueden subsumir en los argumentos económicos, u obedecen a restricciones institucionales, legales, sociales, etc., que deben rechazarse porque no son compatibles con la eficiencia económica (que se convierte así en el único criterio de decisión).

Ya he dado antes mi opinión sobre esos puntos centrales del mensaje que me parece que se puede derivar de la difusión de los planes de *stock options*. Las empresas deben apuntar a la maximización del valor de sus acciones, pero no como único objetivo –y esto no por razones de igualitarismo–, sino por la misma concepción del hombre, de la economía y de la empresa: el directivo que sólo busca la maximización del valor de las acciones acabará siendo un mal directivo, porque perderá de vista dimensiones importantes de la realidad. Esto significa que hemos de retener el mensaje de eficiencia contenido en la economía convencional, pero sin absolutizarlo. Y el problema vuelve así a la mesa de trabajo no del moralista, sino del economista, que es el que tiene que habérselas no con un criterio único de optimización, como el que ha manejado hasta ahora, sino con varios criterios de no fácil combinación.

Insisto en que no pretendo negar, en absoluto, que las empresas deben atraer, retener y motivar un nuevo tipo de directivos, sobre todo en las condiciones actuales de globalización, innovación tecnológica, competitividad, etc., y que, para ello, deben utilizar sistemas novedosos de remuneración, como las *stock options*. Pero deben tener en cuenta también que, si no atienden a otras motivaciones, pueden estar condicionando demasiado el

tipo de directivos y de equipos humanos, las conductas, las motivaciones, la cultura y los aprendizajes personales y sociales que se producirán, y que acabarán cambiando las reglas de decisión en la organización y aun en la sociedad en su conjunto. Y la búsqueda del máximo valor de la acción y el recurso a la motivación exclusivamente económica –los dos pilares de la remuneración mediante opciones sobre acciones–, no son neutrales.

Porque, en efecto, las motivaciones que el plan de opciones supone en los directivos –y que, de hecho, les impone–, son sólo las extrínsecas (1), es decir, suponen que los directivos sólo buscan el máximo ingreso personal, en un intercambio continuo entre esfuerzo, trabajo, ilusión, dedicación, conocimientos, etc., de un lado, y más ingresos o más riqueza, de otro (2). No impide, es verdad, que puedan tener otras motivaciones, como el servicio a los demás, la lealtad a la empresa, el orgullo de trabajar por una misión que valga la pena, el deseo de tener una vida personal capaz de realizarles, la ilusión de sacar adelante una familia, etc. Pero este plan de remuneración no contempla esas otras motivaciones y, por tanto, no las favorece.

Esto, por supuesto, no debe alarmarnos: ningún sistema de remuneración puede conseguir todos los objetivos a la vez. El peligro radica, pues, en el uso exclusivo o muy dominante de las opciones sobre acciones como procedimiento de incentivación.

Las *stock options* son un instrumento útil, pero con problemas que son éticos y, por tanto, también económicos. Como casi todo lo humano, tienen efectos positivos y negativos. Nuestro análisis nos ha permitido, al menos, identificar dónde están los problemas de fondo: en la concepción antropológica del hombre, de la empresa y de la sociedad, en la dimensión ética de la actividad económica, y en la adecuada comprensión de lo que es esa comunidad humana a la que llamamos empresa.

## Referencias

- Aquino, T. de (1946ss), «Suma Teológica», BAC, Madrid.
- Argandoña, A. (1995), «El tratamiento de los problemas éticos en las instituciones y los mercados financieros», en A. Argandoña, ed., «La dimensión ética de las instituciones y los mercados financieros», Fundación BBV, Madrid.
- Argandoña, A. (1996), «La economía y la teoría de la acción humana», Documento de Investigación IESE, nº 324.
- Argandoña, A. (1998), «Ethical Perspectives on Finance», presentado al Seminario «Conceiving Ethics in Finance», Tilburg University.
- Ashenfelter, O. y D. Card, eds. (1998), «A Handbook of Labour Economics», North Holland, Amsterdam.
- Baker, G. P., M. C. Jensen y K. J. Murphy (1988), «Compensation and incentives: Practice versus theory», *Journal of Finance*, 43, 3. Reproducido en M. C. Jensen (1998), «Foundations of Organizational Strategy», Harvard University Press, cap. 8, Cambridge.

(1) Cfr. Pérez López (1993, 1998).

(2) O, de acuerdo con una conocida proposición de la metodología económica, actúan «como si» sólo buscasen esos resultados.

- Black, F. y M. Scholes (1973), «The pricing of options and corporate liabilities», *Journal of Political Economy*, 81.
- Chafuén, A. (1991), «Economía y ética. Raíces cristianas de la economía de libre mercado», Rialp, Madrid.
- Ciscel, D. y T. Carroll (1990), «The determinants of executive salaries: an economic survey», *Review of Economics and Statistics*, 67.
- Frank, R.H. y P.J. Cook (1995), «The Winner-take-all Society», The Free Press, Nueva York.
- Fuente, F. (1993), «La propiedad», en A. A. Cuadrón, dir. (1993), «Manual de Doctrina Social de la Iglesia», Biblioteca de Autores Cristianos y Fundación Pablo VI, Madrid.
- Johnson, A. (1999), «Should options reward absolute or relative shareholder returns?», *Compensation and Benefits Review*, 31.
- Lambert, R. A., W. N. Lanen y D. F. Larcker (1989), «Executive stock option plans and corporate dividend policy», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24.
- Lazear, E. y S. Rosen (1981), «Rank order tournaments as optimum labor contracts», *Journal of Political Economy*, 89.
- Lorsch, J. (1990), «Pawns or potentates: the reality of America's corporate board», *Academy of Management Executive*, 4.
- Melle, M. (1999), «Stock options, incentivos a la dirección y gobierno de empresas», *Cuadernos de Información Económica y Financiera*, 152-153, noviembre-diciembre.
- Murphy, K. M., A. Shleifer y R. W. Vishny (1991), «The allocation of talent: Implications for growth», *Quarterly Journal of Economics*, 106. Reproducido en A. Shleifer y R. M. Vishny, «The Grabbing Hand. Government Pathologies and Their Cures», Harvard University Press, cap. 3., Cambridge.
- Pérez López, J. A. (1993), «Fundamentos de la dirección de empresas», Rialp, Madrid.
- Pérez López, J. A. (1998), «Liderazgo y ética en la dirección de empresas. La nueva empresa del siglo XXI», Deusto, Bilbao.
- Pieper, J. (1980), «Las virtudes fundamentales», Rialp, Madrid.
- Termes, R. (1992), «Antropología del capitalismo. Un debate abierto», Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, Madrid.
- Welles, E. O. (1999), «In search of equity», *Inc Magazine*, 21, 7.
- Wirth, A. G. (1997), «Options and share repurchase programs», *Canadian Shareowner*, noviembre-diciembre.
- Yermack, D. (1997), «Good timing: CEO stock option awards and company news announcements», *Journal of Finance*, 52.