

Les plans d'option sur actions : Théorie et pratique

Philippe Desbrières
Université de Bourgogne

Sylvie Saint-Onge et Michel Magnan
HEC-Montréal

Résumé :

Cet article présente une synthèse des travaux théoriques et empiriques consacrés aux *stock-options*. Il est consacré dans un premier temps aux avantages et inconvénients présumés de ces formules de rémunérations, au sujet des liens entre les plans d'options sur actions et la performance à long terme des firmes, les comportements des salariés (des cadres en particulier), la maîtrise possible de la masse salariale et les risques de dilution du capital. Dans un second temps, en sont précisées les modalités d'application selon les législations en vigueur tant en France qu'en Amérique du Nord, ainsi que stratégies pouvant être adoptées par les détenteurs des options. L'article dresse ensuite un bilan de la fréquence d'implantation des plans d'option sur actions et de leurs caractéristiques en France et en Amérique du Nord. Il poursuit et s'achève sur une synthèse des travaux de recherche ayant analysé l'efficacité et les conditions de succès des *stock-options*.

Mots-Clés

Plans d'option sur actions, *stock-options*, incitation, efficacité.

Ces dernières années ont été marquées par l'émergence d'un débat de fond quant aux pratiques des entreprises en matière de plans d'options sur actions (dorénavant, POA). En effet, une croissance économique soutenue et la performance des marchés boursiers ont amené plusieurs firmes, tant nord-américaines qu'européennes, à implanter ou à accroître l'importance de ce type particulier de régime de rémunération incitative à long terme. Un POA accorde à des personnes le droit (l'option) d'acheter des actions de leur firme à un prix fixé d'avance (le prix d'exercice) durant une période de temps donnée (généralement de cinq à dix ans). Le gain financier potentiel du détenteur d'une option correspond alors à la différence entre le cours boursier de l'action sous-jacente au moment où il décide de lever son option et le prix d'exercice de son option.

Les POA constituent fort probablement la facette de la rémunération des dirigeants d'entreprise nord-américaines à la fois la plus importante et la plus controversée compte tenu des montants parfois considérables qui sont en jeu. On voit ainsi se développer la réticence de nombreux actionnaires, qui se traduit par une opposition croissante à cette forme de rémunération dans les assemblées générales : de moins de 4 % il y a une dizaine d'années, la proportion moyenne des votes " contre " l'adoption de POA atteint maintenant environ 20% aux Etats-Unis (Wagner, 1999). En outre, l'opposition des investisseurs institutionnels à des pratiques de rémunération jugées abusives a même entraîné, dans certaines entreprises, le remplacement du conseil d'administration ou la modification des caractéristiques du plan d'options. À titre d'exemple, d'importantes entreprises canadiennes telles que Nortel et Provigo ont eu à réduire l'ampleur de leurs octrois d'options face à l'opposition d'importants actionnaires. Les gains importants découlant de la détention de POA qu'ont réalisés les dirigeants d'entreprises privatisées au Royaume-Uni, de même que la polémique qui en résulta, témoignent que la question est d'intérêt des deux côtés de l'Atlantique (Main, 1999). Ces mêmes débats ont récemment eu lieu en France à la suite des offres publiques réussies sur Paribas et Elf Aquitaine, lorsque les montants des gains potentiels des *stock-options* détenus par les présidents sortant ont été rendus publiques. Une réforme du régime français des POA est toujours à l'étude.

Ce chapitre vise à éclairer le débat – souvent empreint de subjectivité et d'affirmations *a priori* – ayant actuellement cours sur l'efficacité des POA. La première section propose, d'une part, une synthèse des avantages couramment associés à ce mode de rémunération et, d'autre part, un résumé des inconvénients qu'on leur attribue. La seconde présente le cadre légal des POA actuellement en vigueur en France et les stratégies pouvant être adoptées par les détenteurs des options. La troisième section dresse un bilan de la fréquence d'implantation des POA et de leurs caractéristiques tant en France qu'en Amérique du Nord. Les deux sections suivantes présentent une synthèse des travaux de recherche ayant analysé l'efficacité et les conditions de succès des POA.¹

1. Le débat sur les POA

Cette section présente les avantages et limites théoriques des plans d'options sur actions du point de vue des firmes et de leurs actionnaires.

1.1. LES POA : LEURS AVANTAGES PRESUMES

¹. Ce chapitre synthétise certains travaux. Le lecteur désireux d'approfondir le sujet peut consulter Desbrières (1991, 1997a, 1999), St-Onge et alii, (1996, 1999) et Thériault et St-Onge (2000).

Une revue de la littérature académique et professionnelle permet d'identifier que les POA peuvent avoir les avantages suivants :

1.1.1. Un POA améliore la performance à long terme des firmes

Le recours à des régimes de rémunération incitative à long terme pour les dirigeants peut être compris à la lumière de la *théorie de l'agence*, développée par des spécialistes de la finance et de l'économie (Jensen et Meckling, 1976, est l'une des contributions majeures dans ce domaine). Cette théorie fait traditionnellement référence à trois sources principales de conflits entre les **actionnaires** (les principaux), qui sont principalement intéressés par l'augmentation de la valeur des actions de la firme, et les **dirigeants** (les *agents*) : (1) la moindre diversification du patrimoine (capital humain et financier) de ces derniers qui peut les inciter à sous-investir (en volume comme en niveau de risque) et à privilégier les financements propres à l'endettement ; (2) les divergences d'horizon d'investissement pouvant conduire les dirigeants à ajuster leurs décisions stratégiques et financières en fonction de leur durée de présence probable à la tête de l'entreprise ; (3) les prélèvements effectués par ces derniers au détriment de la richesse des actionnaires. De nombreux mécanismes permettent de limiter les sources de conflits entre propriétaires de l'entreprise et dirigeants. La convergence des intérêts est théoriquement assurée par le système de contrôle du comportement des dirigeants, ou système de gouvernance de la firme, qui comporte des mécanismes externes à l'entreprise (marché des biens et services ; marché des prises de contrôle ; marché des sources de financement ; marché du travail des dirigeants ; environnement légal politique et réglementaire) qui interagissent avec des mécanismes internes (contrôle exercé par les actionnaires ; surveillance mutuelle entre dirigeants ; contrôle *ex ante* et *ex post* par le conseil d'administration...) ². Selon cette perspective, l'actionnariat des dirigeants et des cadres est un moyen particulièrement efficace pour réguler les conflits inhérents à la séparation des fonctions de propriété et de décision dans les firmes (*effet d'incitation*).

D'ailleurs, les investisseurs et conseils d'administration exigent de plus en plus que la rémunération des dirigeants soit plus étroitement liée à la valeur créée par l'organisation, notamment en réduisant la proportion *fixe* (salaire) et/ou en accroissant la proportion *variable* ou *flexible* (par exemple, primes sur objectifs, actions, options) de leur rémunération. Dans ce contexte, l'adoption de rémunérations incitatives à long terme témoigne d'une volonté d'accroître le lien entre la rémunération des dirigeants et la valeur créée par la firme qu'ils gèrent. Ce point est particulièrement important pour les entreprises qui, ayant privilégié la réalisation d'objectifs de performance à court terme, doivent aujourd'hui surmonter les multiples impacts négatifs (diminution des efforts de R & D, baisse de la qualité des produits, réduction des investissements productifs, manipulation des résultats comptables...) de cette politique sur la création de valeur à terme. Ainsi, on s'attend à ce qu'un meilleur équilibre entre les proportions à *long terme* (primes sur objectifs à terme, actions, options...) et à *court terme* (salaire et primes mensuelles ou annuelles...) de la rémunération des *managers* incite davantage ceux-ci à se préoccuper du succès à *long terme* de leur firme.

². Le lecteur trouvera sur ce vaste domaine une synthèse de la littérature en langue française et des travaux empiriques spécifiques à la France dans l'ouvrage collectif édité par Charreaux (1997).

Une telle amélioration du lien entre la rémunération des cadres et la performance de la firme est d'ailleurs d'autant plus recherchée que plusieurs études montrent l'absence d'un tel lien, au mieux, la présence d'un lien très faible³. Soulignons que la plupart des chercheurs ont étudié cette relation sur une courte période et qu'elle s'avère plus significative lorsqu'elle est analysée sur longue période.⁴

1.1.2. Un POA appuie la stratégie de recrutement, de motivation et de fidélisation du personnel

Les salaires et les primes à court terme ont une influence limitée sur le recrutement et surtout sur la motivation et la fidélisation du personnel étant donné que leur valeur est plafonnée, ce qui n'est pas le cas des POA qui permettent à leurs détenteurs de bénéficier d'un gain strictement égal à l'accroissement de valeur de l'action à partir du moment où celle-ci est devenue supérieure au prix d'exercice de l'option. De plus, comparativement aux autres formules d'actionnariat (programme d'achat d'actions destiné aux *managers*), l'attribution de *stock-options* évite à leurs détenteurs de réaliser un investissement financier tant qu'ils n'exercent pas leurs droits. Les bénéficiaires du POA subissent alors un moindre niveau de risque que s'ils étaient déjà actionnaires et au pire ne supporteront qu'un coût d'opportunité, et non une perte en capital, si une chute du cours de l'action les contraignait à abandonner leurs options. Tant que l'option n'est pas "in the money", en d'autres termes tant que le prix d'exercice est supérieur à la valeur de l'action, leur revenu sera limité aux autres composantes de leur rémunération globale.

Les importants gains potentiels des détenteurs d'options sont généralement assortis d'avantages fiscaux (paiements d'impôts réduits ou reportés) qui renforcent l'intérêt des POA. Notamment, le bénéficiaire ne supporte aucune fiscalité lors de l'attribution de l'option, le gain réalisé n'étant imposé que lors de la levée de l'option, voire lors de la cession des titres acquis. Ainsi, au Canada, l'état fédéral offre depuis le 15 février 1994 une déduction fiscale de 25 % sur les plus-values réalisées par les dirigeants d'entreprise à la levée d'options. Dès 1995, au Canada, les dirigeants d'entreprises ont réclamé une déduction globale de 195 millions de dollars canadiens (environ 800 millions FF) pour des gains réalisés en 1994 à la levée d'options (Girard, 1997). En France, le gain financier réalisé lors de la levée de l'option peut sous certaines conditions n'être taxé que lors de la revente des actions acquises, à un taux fixe très inférieur aux plus hautes tranches marginales d'imposition sur le revenu des personnes physiques (voir *infra*, section 2). Ainsi, pour une firme offrant un POA, la valeur potentielle importante des options, doublée de tels avantages fiscaux, représente un atout pour attirer les meilleurs éléments, pour les motiver et les inciter, par leur ardeur au travail, à contribuer à l'accroissement de la performance financière à long terme.

Les POA favorisent aussi la fidélisation du personnel. En effet, la perspective de réaliser un gain financier si les actions sous-jacentes prennent beaucoup de valeur, notamment lorsque l'entreprise est cotée ou si une introduction en bourse est prévue à terme, retient les employés dans l'entreprise. La levée des options détenues ne s'effectuant généralement qu'après plusieurs années et selon certaines conditions, le

³. Pour une revue de cette littérature lire Desbrières (1997b).

⁴. Voir, entre autres, Pavlik, Scott et Tiessen (1993) et Magnan, St-Onge, Craighead et Thorne (1998).

personnel doit demeurer employé dans la firme pour réaliser ce gain. On parle alors de “menottes dorées” (*golden handcuffs*).

Au total, en raison des importants gains financiers espérés à moindre risque et de leurs possibles avantages fiscaux (paiements d’impôts réduits ou reportés) ou encore, en vertu de leur valeur symbolique, les POA constituent un outil précieux de la politique de recrutement, de motivation et de fidélisation du personnel.

1.1.3. Un POA permet de rémunérer sans débours et sans réduction de bénéfices

Pour des firmes dont la situation financière est précaire ou qui doivent investir dans l’acquisition de nouvelles immobilisations ou dans la recherche et le développement, les POA sont avantageux puisqu’ils ne nécessitent pas de débours. Ils sont particulièrement prisés par les petites entreprises évoluant dans le domaine de la haute technologie. Pour ces firmes dont les états financiers ne sont pas forcément des plus reluisants, la mise en place d’un régime d’option d’achat d’actions est avantageuse puisque l’octroi et la levée des options n’obèrent pas leur capacité bénéficiaire, comme c’est le cas des salaires et des primes. Un POA peut donc être un mode de rémunération, immédiate ou différée, intéressant pour l’entreprise : sous certaines conditions (cf. section 2), l’avantage pécuniaire offert aux dirigeants est moins coûteux qu’un accroissement de revenus fixes (*effet de substitution de revenus*).

1.2. LES LIMITES PRESUMÉES DES POA

Malgré leur popularité croissante, les POA font l’objet de plusieurs critiques.

1.2.1. Un POA n’améliore pas la performance à long terme des firmes

Il n’est pas certain que les POA favorisent réellement l’alignement des intérêts des dirigeants et cadres sur ceux des actionnaires et conduisent à un accroissement de la performance à long terme des firmes qu’ils gèrent. Plusieurs limites de ce mécanisme d’incitation apparaissent en effet.

Premièrement, l’attribution et l’exercice d’options accroissent le risque assumé par les *managers* car, en plus de leur capital humain, leur capital financier dépend dorénavant de la performance de l’entreprise. Or, la valeur de ces deux éléments est non-diversifiable : un manager ne peut travailler ailleurs que pour son employeur et ne peut vendre à découvert les titres de son entreprise afin de se protéger contre des pertes éventuelles liées à la détention d’options. Une telle concentration du capital humain et financier des managers est susceptible de réduire le caractère incitatif du plan d’options⁵. Pour compenser, les *managers* peuvent être tentés de retenir une prime de risque supérieure à celle requise par les actionnaires (entraînant alors un sous-investissement, en volume ou en niveau de risque) et à privilégier les financements par fonds propres à l’endettement.

Deuxièmement, contrairement aux actionnaires, les bénéficiaires du POA ne réalisent aucun investissement financier lors de l’attribution des options et ne supportent qu’un

⁵. La perte d’utilité subie par les *managers* en concentrant leur investissement dans la firme est toutefois en partie compensée par la réduction du risque de perte d’emploi qui découle de l’appréciation des performances individuelles et collectives liées à leur motivation accrue (Desbrières, 1991).

coût d'opportunité et non une perte en capital réelle en cas de chute du cours de l'action (voir *supra*, § 1.1.2.). Dans ce cadre d'analyse, le risque " limité " associé aux options peut alors nuire à l'efficacité de ce mode de rémunération incitative. En fait, le risque de la position des bénéficiaires des POA ne devient comparable à celui supporté par les actionnaires que lorsque ces premiers lèvent leurs options, à condition qu'ils conservent les actions ainsi acquises.

Troisièmement, selon la théorie *prospective* de la prise de décision (Kahneman et Tversky, 1979), dans un contexte où des gains sont assurés, la plupart des individus ressentent une aversion au risque. Ainsi, selon la valeur de l'action de la firme relativement au prix d'exercice de son option, le détenteur de cette dernière (dirigeant, cadre supérieur...) réagirait de façon différente. Lorsque le cours de l'action est inférieur au prix d'exercice de l'option (*under-water*), il serait incité à prendre des décisions risquées afin de maximiser la valeur du titre, étant donné qu'il n'a rien à perdre. Par contre, lorsque le cours de l'action est supérieur au prix d'exercice (*in-the-money*), les dirigeants et cadres concernés auraient, selon cette théorie, tendance à prendre des décisions prudentes ou conservatrices étant donné que la probabilité de réaliser un gain est déjà très élevée : ils voudraient alors protéger leurs acquis. Dans ce contexte, comme les actions prennent généralement de la valeur dans le temps, les options constituent souvent une source de gain certain sur le long terme dont la perspective contribuerait à développer l'aversion au risque des dirigeants et cadres bénéficiaires et à les empêcher de prendre les décisions avantageant les actionnaires, ces derniers étant supposés neutres par rapport au risque (Lambert et Larcker, 1991). On comprend ici pourquoi, dans un contexte de mise en place d'une rémunération incitative à long terme, le prix d'exercice des options doit être fixé à un niveau significativement supérieur à la valeur actuelle de l'action sous-jacente. En effet, pour que le caractère incitatif du POA soit durable, ce prix d'exercice doit constituer un objectif à terme à la fois ambitieux pour assurer un accroissement satisfaisant de la richesse des actionnaires et réaliste pour pouvoir être dépassé et offrir le gain recherché aux *managers*.

Par ailleurs, la manière de gérer un POA peut contribuer à réduire le lien entre la performance des firmes et la rémunération. Par exemple, lorsque le prix des actions vient à chuter fortement en dessous du prix d'exercice des options (*under-water*), certaines firmes annulent les d'options antérieurement attribuées pour adopter un plan avec un nouveau prix d'exercice égal au cours actuel – et inférieur – de l'action. On parle ici d'un échange (ou *swap*) d'options. Cette pratique est très ambivalente. Elle peut en effet aller à l'encontre d'un rapprochement des intérêts des *managers* et des actionnaires puisqu'elle neutralise l'incidence défavorable de la chute des cours pour les premiers, qui conservent le même potentiel d'enrichissement avec leurs options, alors que les seconds doivent essuyer une perte. D'ailleurs, malgré quelques cas importants cités par la presse, cette pratique semble peu répandue. En outre, comme les conseils d'administration des sociétés nord-américaines doivent divulguer et expliquer dans la circulaire d'information annuelle (*proxy statement*) la politique de rémunération des dirigeants, ils sont réticents à approuver les échanges (*swap*) d'options. Toutefois, afin que la valeur des options ne soit pas fondamentalement conditionnée par des facteurs non contrôlés par les *managers* (i.e., les données macro-économiques et sectorielles), il est souhaitable que leur prix d'exercice soit fixé par référence à un indicateur de marché (indice sectoriel par exemple) et soit régulièrement ajusté, à la hausse comme à la baisse, à partir du moment où l'évolution de l'indicateur est jugée significative. Dans le

cadre de la mise en place d'un contrat incitatif, cette pratique a l'avantage, du point de vue des actionnaires, d'aligner cette partie de la rémunération des *managers* sur la performance boursière anormale ou spécifique de la firme, c'est-à-dire hors évolution du marché. Elle est aussi intéressante du point de vue des bénéficiaires du POA, qui ne seront pas sanctionnés en cas d'évolution défavorable du marché boursier indépendante de la qualité de leur gestion et de la situation particulière de l'entreprise⁶.

Plusieurs entreprises offrent aussi aux cadres la possibilité de *recharger* leurs options (*reload option*). Exprimé simplement, le *rechargement d'options* offre aux *managers* – qui lèvent leur option et qui conservent les actions ainsi acquises durant une période de temps minimale – une option additionnelle leur accordant le droit d'acheter le même nombre d'actions qu'en vertu de l'option levée. Quoiqu'une telle option additionnelle encourage l'actionariat chez les détenteurs d'options, son octroi n'est pas directement lié à la performance réalisée par la firme. Une autre pratique de gestion peut consister à garantir le meilleur prix d'exercice possible pour l'option : si les détenteurs ne lèvent pas leur option au moment où le cours de l'action est à son plus haut niveau pendant la période de levée de son option, la firme leur rembourse le manque à gagner. Dans le même ordre d'idée, la non-comptabilisation dans les charges d'exploitation de la valeur des options attribuées peut faire en sorte que celles-ci tendent à être considérées comme “ gratuites ” et à être gérées de manière irrationnelle par la firme, réduisant du coup le lien entre la performance financière et la rémunération. Une récente norme comptable américaine impose d'ailleurs aux entreprises cotées en bourse d'estimer la valeur des options allouées à leur personnel et de communiquer cette information aux parties intéressées, soit comme charge (non déductible fiscalement) dans le compte de résultat, soit au moyen d'une note aux états financiers.

1.2.2. Les gains en vertu d'un POA reposent sur une mesure inadéquate de performance

Certains observateurs estiment que, loin de motiver les cadres, les POA contribueraient plutôt à les “ démotiver ” en rendant leur rémunération fonction d'un résultat – la performance boursière de leur firme – qui est influencé par plusieurs facteurs sur lesquels les dirigeants n'ont aucun contrôle ou qu'ils maîtrisent peu. On fait alors souvent référence au risque systématique du marché boursier (cf. les différents krachs boursiers connus depuis l'automne 1987) ou encore, aux entreprises dont la performance suit certains cycles ou est fortement tributaire du prix et de la disponibilité de matières premières. Il est toutefois possible comme nous l'avons vu dans le paragraphe précédent de pallier cet inconvénient en prévoyant l'ajustement du prix d'exercice des options .

D'autres auteurs s'interrogent sur le recours à la performance boursière comme mesure de la performance des firmes en considérant la façon dont ce standard est couramment appliqué ou encore, en le comparant à d'autres mesures de la performance organisationnelle. Johnson (1986, 1991), par exemple, estime que la performance boursière ne reflète pas les multiples facettes de la performance globale des firmes et que c'est justement cette limite qui explique pourquoi plusieurs d'entre elles offrent, en combinaison avec les POA, un régime de rémunération à long terme basée sur des mesures comptables de la performance (par exemple, un régime d'unités de performance).

⁶. Pour plus de détails sur ce point débattu actuellement, lire Bernhardt (1999) et Akhigbe, Madura et Tucker (1996).

Johnson déplore aussi le fait que l'on gère habituellement les POA en considérant la fluctuation *absolue* des prix des actions plutôt que leur fluctuation *relative* en comparaison de concurrents – on retrouve là encore l'intérêt de l'indexation du prix d'exercice sur une référence sectorielle – ou encore en ne reliant pas directement l'attribution d'options à la performance individuelle ou collective des dirigeants et cadres que l'on souhaite récompenser ou motiver. En effet, la décision d'octroyer une option d'achat d'actions n'est généralement pas liée à l'atteinte d'objectifs de performance précis. Lorsque de tels objectifs sont établis, ils reflètent souvent des taux de croissance de la valeur des actions plus faibles que ceux des autres firmes du même secteur ou que le taux d'inflation. Finalement, certains observateurs comme Schneier (1991) estiment que gérer une firme est beaucoup plus qu'une question de chiffres. Selon lui, des indicateurs quantitatifs – comme le cours des actions ou les ratios comptables – donnent peu d'information sur les perspectives de croissance future des entreprises alors que des mesures *qualitatives* – comme les habiletés de leadership et de communication des dirigeants – ont un rôle aussi important sinon plus à jouer dans l'évaluation de la performance des dirigeants.

Selon Booth (1987), une faiblesse importante des POA découle du fait qu'une fois l'option octroyée, la performance *individuelle* des cadres n'est pas considérée. L'auteur cite l'exemple de deux cadres – à qui l'on aurait octroyé une option portant sur le même nombre d'actions et au même prix d'exercice – pourraient lever leur option au même moment et réaliser le même gain financier, alors que leurs initiatives, leurs efforts et leur rendement respectifs seraient très différents.

1.2.3. Un POA dilue la richesse et le pouvoir des actionnaires

On reproche aussi aux POA de nuire aux actionnaires parce qu'ils entraînent une dilution de leurs droits sur la richesse créée et de leur droits de vote. De fait, on estime que les 200 plus grandes firmes américaines ont alloué près de 11 % de leur capital social à l'émission d'actions dans le cadre de programmes de rémunération à long terme, principalement les POA⁷. Or, la plupart des investisseurs institutionnels canadiens marquent leur préférence pour les plans d'options impliquant un nombre d'actions respectant un plafond formel ou informel se situant aux alentours de 10 % des actions en circulation. À titre d'exemple, devant la pression exercée par des actionnaires institutionnels, le conseil d'administration de la société Nortel Networks (Nortel) a abaissé de 16 % à 13 % la part du capital social qu'il proposait d'affecter à un POA. Afin de contrer l'effet de dilution, certaines firmes procèdent au rachat de leurs actions sur le marché boursier afin de les annuler ou de les allouer aux émissions d'actions requises par leurs régimes d'intéressement à long terme. En adoptant un plan d'options d'*achat* d'actions (celles rachetées préalablement) plutôt qu'un plan d'options de *souscription* d'actions (qui conduit à une augmentation de capital), le nombre total d'actions en circulation reste alors constant, malgré la levée d'options par les cadres. Toutefois, un plan d'options d'achat d'actions contraint l'entreprise à utiliser une partie de ses liquidités discrétionnaires ou à emprunter sur la durée du POA pour financer l'acquisition des actions et à subir une moins-value lorsque le prix d'exercice des options est fixé à un niveau inférieur au coût de rachat des actions sous-jacentes.

7. Cf. ACA News, février 1997, p. 22.

1.2.4. Un POA augmente la rémunération globale et la rend plus difficile à estimer

Enfin, plus la gamme de régimes de rémunération incitative dont bénéficie le personnel est vaste, plus il devient difficile d'estimer et de gérer leur rémunération totale (ou globale), celle-ci étant répartie sur de multiples composantes de plus en plus complexes et difficiles à expliquer. Entre autres conséquences, cette complexité croissante peut permettre de pratiquer des hausses de rémunération discrètes. A ce titre, les options sont jugées particulièrement avantageuses puisqu'elles sont plus “ difficiles à divulguer ”, “ plus faciles à dissimuler ” et plus “ difficiles à comprendre et à évaluer financièrement ” en raison du caractère abstrait de sa valeur (la valeur future d'une action) et des nombreuses conditions souvent liées à son versement. Aux Etats-Unis, ces arguments sont devenus d'autant plus importants que, depuis 1992, l'organisme de réglementation des opérations en bourse, la *Securities & Exchange Commission* (SEC), permet aux actionnaires de firmes cotées de proposer et de voter une limite au salaire versé aux dirigeants d'entreprise. L'adoption de rémunérations incitatives à long terme, comme les POA, devient dès lors un moyen plus discret d'accroître la rémunération globale des cadres supérieurs.

2. Les caractéristiques des POA en France et en Amérique du Nord

Nous présenterons dans un premier temps le cadre légal des POA français puis, dans un second temps, le comportement possible des détenteurs d'options en tenant notamment compte du traitement fiscal de ces dernières. Dans un troisième temps, nous présenterons un bref aperçu de l'environnement institutionnel et fiscal des POA en Amérique du Nord.

2.1. CADRE LEGAL DES POA EN FRANCE⁸

Nous distinguerons le cadre juridique du régime fiscal et social des options.

2.1.1. Le cadre juridique des POA

Toutes les sociétés par actions peuvent adopter un POA, qu'elles soient cotées ou non en bourse. L'assemblée générale extraordinaire des actionnaires autorise le conseil d'administration ou le directoire à consentir ce POA et en choisit les modalités de réalisation. Elle fixe le délai pendant lequel les options peuvent être exercées et peut limiter à certains membres du personnel, le plus souvent les dirigeants sociaux (président-directeur général, directeurs généraux, membres du directoire, gérants) et les cadres, la possibilité de bénéficier de ces options. L'assemblée des actionnaires peut aussi fixer, au niveau désiré et dans la limite de 10 % du capital social, le montant des plafonds individuels sachant que, quel que soit le nombre de plans en cours, les options consenties et non encore exercées ne peuvent légalement donner droit à un nombre d'actions excédant le tiers du capital social.

Le POA peut être constitué d'options de souscription (qui entraîneront une augmentation de capital) ou d'options d'achat d'actions (lorsque la société a procédé à un

⁸. Pour un approfondissement des éléments développés dans les sections 2.1 et 2.2 , se reporter à Desbrières (1999).

rachat préalable d'actions existantes). Les POA peuvent aussi porter sur des certificats d'investissement.

Le plan d'options de *souscription* d'actions doit être ouvert moins de cinq ans après l'autorisation donnée par l'assemblée des actionnaires. Le prix de souscription est fixé au jour où les options sont émises. Lorsque la société est cotée, une réduction de prix peut être octroyée aux personnes admissibles au POA dans la limite de 20 % de la moyenne des cours cotés durant les vingt séances de bourse précédant ce jour. Les options d'*achat* d'actions doivent obligatoirement être attribuées dans un délai maximal d'un an à compter de l'acquisition des titres par la société. Ce rachat préalable ne peut concerner plus de 10 % du total de ses actions, en tenant compte des actions déjà détenues par celle-ci au titre de la participation des salariés ou au titre de la régularisation des cours. Si l'entreprise est cotée en bourse, les bénéficiaires du POA peuvent obtenir une réduction du prix d'achat ne pouvant excéder ni 20 % du cours moyen de rachat des actions, ni 20 % de la moyenne des cours cotés lors des vingt séances de bourse précédant le jour où le plan est adopté.

Lorsque le plan d'options est lancé par une société non cotée, le prix de souscription ou d'achat des actions doit être déterminé sur la base d'une méthode d'évaluation librement choisie par la société, sans qu'aucune réduction de prix ne puisse être pratiquée. Il est nécessaire que la méthode d'évaluation soit définitive, que la valeur soit contrôlée par le commissaire aux comptes et qu'elle soit publiée régulièrement (les détenteurs d'options ayant besoin de cette information pour éventuellement réviser leur stratégie de levées des options). Le prix d'exercice ne doit pas être modifié pendant la durée de l'option. Toutefois, lorsque des opérations sur le capital ayant des répercussions sur la valeur du titre sont réalisées durant cette période (il s'agit des augmentations de capital, émissions d'obligations, distributions de réserves, réductions de capital sous forme de réduction du nombre d'actions et des fusions), le conseil d'administration (ou le directoire) peut procéder à l'ajustement du nombre et du prix des actions comprises dans le plan.

2.1.2. Le régime fiscal et social des POA

Nous devons distinguer ici le statut de l'entreprise de celui des détenteurs des options. Pour les options levées avant le 1^{er} janvier 1995, l'avantage financier concédé aux dirigeants et cadres bénéficiaires du POA ne faisait pas supporter à la firme les cotisations sociales ainsi que les taxes et participations assises sur les salaires (taxe sur les salaires, taxe d'apprentissage, participations à l'effort de construction et au développement de la formation professionnelle continue). Par ailleurs, les sociétés peuvent déduire les charges et moins-values supportées du fait de la levée des options d'achat ou de souscription d'actions consenties à leurs salariés. Dans ce contexte, il était systématiquement préférable sur le plan fiscal, du point de vue de la firme et de ses actionnaires, d'attribuer une rémunération supplémentaire à l'aide d'un plan d'options (en pratiquant la décote maximale de 20 %) plutôt que d'offrir les mêmes sommes sous forme de prime ou de toute autre rétribution ayant un caractère salarial. Le bénéficiaire pouvait exercer ses options et céder les titres acquis dès l'attribution du POA pour encaisser très rapidement le gain financier équivalent à une prime, sans remettre en cause l'avantage fiscal dont bénéficiait la firme.

L'évolution récente de la fiscalité limite considérablement cette utilisation des POA. Pour les options levées depuis le 1^{er} janvier 1995, la fraction de la réduction de prix qui dépasse 10 % ou 5 % (selon que les options ont été attribuées avant ou après le 1^{er} juillet 1993) de la valeur initiale des actions est assujettie comme salaire et soumise aux cotisations de sécurité sociale et aux taxes et participations assises sur les salaires (à l'exception de la taxe sur les salaires), dès la levée de l'option. Ainsi, les firmes cotées ne peuvent *a priori* plus recourir qu'à une décote de 5 % pour offrir à leurs salariés un avantage pécuniaire certain en franchise des cotisations sociales et des taxes et participations alignées. Toutefois, pour les options levées depuis le 1^{er} janvier 1997, cet avantage fiscal sur la fraction de la décote admise, ainsi que sur le solde du gain tiré par les *managers* de la levée de leurs options (c'est-à-dire la différence entre la valeur de l'action à la date d'exercice et la valeur de l'action au moment où l'option est attribuée) ne sera définitif que si les actions acquises du fait de l'exercice des options restent nominatives et ne sont pas cédées pendant une période de cinq ans à compter de la date d'attribution de l'option. Si tel n'est pas le cas, le montant concerné sera assujetti comme salaire (donc soumis aux cotisations de sécurité sociale et aux cotisations alignées) lors de la cession des actions. Il y a donc dorénavant neutralité fiscale pour la firme entre le versement d'une prime ou d'un sursalaire et l'attribution du même montant sous forme de réduction du prix d'exercice des options, dès lors que le *manager* exerce ses options et cède les titres acquis dès le lancement du POA pour percevoir immédiatement le gain financier (stratégie correspondant à l'encaissement immédiat de la prime).

Finalement, une stratégie purement fiscale (octroyer aux employés une rétribution certaine et immédiate qui soit fiscalement avantageuse) d'utilisation des POA dans les sociétés cotées est devenu irréalisable en France depuis les changements récents de leur régime fiscal.

Lorsqu'il lève ses options et acquiert les actions sous-jacentes, le *manager* réalise un gain égal à la différence entre la valeur de l'action à la date de levée et le prix d'exercice. En France, ce gain financier subit un sort fiscal différent selon l'existence et l'importance de la réduction de prix, la date d'attribution des options et la durée de détention des actions acquises. Initialement exonéré d'impôt, son imposition a été progressivement alourdie par le législateur. Précisons que le régime fiscal de faveur à l'égard des POA n'est pas applicable aux dirigeants qui, possédant directement moins de 10 % du capital de leur entreprise, en détiendraient indirectement plus de la moitié (réponse ministérielle n° 6110, JOAN Q 21 février 1994, p.886).

Pour les options attribuées avant le 1^{er} janvier 1990 et non encore levées, la totalité du gain financier sera exonérée d'impôt sur le revenu si les actions acquises sont nominatives et ne sont pas cédées pendant une période de cinq ans à compter de la date d'attribution de l'option. Cette période d'indisponibilité fiscale est toutefois interrompue dans les cas suivants : licenciement, mise à la retraite, invalidité grave, décès, congé pour création d'entreprise.

Pour les POA adoptés après le 1^{er} janvier 1990, le principe d'imposition du gain financier (pour les actions nominatives et non cédées durant la période d'indisponibilité fiscale) est le suivant. L'éventuelle fraction de la réduction de prix qui dépasse 10 % ou 5 % (selon que les options ont été attribuées avant ou après le 1^{er} juillet 1993) de la valeur initiale des actions est assimilable à un salaire imposable au titre de l'année de levée de l'option. Pour les options levées à compter du 1^{er} janvier 1995, la somme

imposée supporte aussi la CSG et la CRDS. Le solde du gain financier (comprenant la réduction de prix fixée dans la limite de 10 % ou 5 % selon que les options ont été attribuées avant ou après le 1^{er} juillet 1993) sera imposé ultérieurement, lors de la revente des titres, selon le régime de taxation des plus-values sur valeurs mobilières (et supportera aussi la CSG, la CRDS et le prélèvement social de 2 %). Le taux d'imposition en vigueur pour les options attribuées à compter du 20 septembre 1995 est égal à 30 % ou à la tranche marginale des salaires du détenteur de l'option si elle est inférieure. Quelle que soit la date d'attribution des options en cours (avant ou après le 1^{er} janvier 1990), si le détenteur des actions résultant de la levée des options dispose de ces actions avant l'expiration de la période d'indisponibilité fiscale ou ne les conserve pas sous la forme nominative, la fraction du gain financier qui aurait pu bénéficier d'un traitement fiscal favorable est alors assimilée à un salaire et est imposée comme tel. L'imposition a lieu au titre de l'année de cession avec application d'un système de quotient (cf. Desbrières, 1999, p.10). La somme imposée supporte aussi la CSG et la CSRS, mais pas le prélèvement social de 2 % pour les options levées après le 1/1/97.

Ses droits exercés, le détenteur de l'option, devenu actionnaire à part entière, peut revendre ses titres afin de réaliser une plus-value de cession (différence entre le prix de cession des actions et leur valeur au jour de l'exercice des options). Ce gain en capital subit alors le régime de taxation des plus-values sur valeurs mobilières (en cas de dépassement du volume annuel des cessions fixé par chaque loi de finances, il supportera le taux forfaitaire actuel de 16 % auquel il faut ajouter la CSG, la CRDS et le prélèvement social de 2 %). Le gain net réalisé lors de la cession des titres souscrits par exercice de bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BCE) est soumis à ce même régime. Le taux d'imposition est porté à 30 % (auquel il faut ajouter la CSG, la CRDS et le prélèvement social de 2 %) lorsque la personne a moins de trois ans d'ancienneté dans l'entreprise à la date de la cession.

2.2. LE COMPORTEMENT DES MANAGERS BENEFICIAIRES DU POA

Nous distingueront dans cette sous-section la stratégie de levée des options détenues de la stratégie de cession des actions ainsi acquises.

2.2.1. La stratégie de levée d'option

Sauf disposition contractuelle contraire, le détenteur d'une option peut lever celle-ci à tout moment pendant la durée de l'option, dès lors que la valeur du titre s'est accrue pour devenir supérieure au prix d'exercice. Pendant la période où il conserve son droit, il ne perçoit pas de dividende mais il n'a pas mobilisé le capital nécessaire à sa levée. Dans un contexte fiscal où une réduction du prix d'acquisition lui est offerte, le détenteur d'options d'une société cotée peut exercer ses droits en tout début de plan pour revendre immédiatement les actions acquises et encaisser le gain réalisé. Cette stratégie est pour lui fiscalement équivalente à la perception d'une prime ou d'un sursalaire. Il peut aussi choisir de les conserver si ses anticipations le conduisent à prendre ce risque afin de maximiser son gain après impôts.

Nous avons vu que les POA adoptés dans le cadre de la mise en place d'un intéressement à la performance boursière de la firme ne devraient pas intégrer de décote. La fixation du prix de levée de l'option suit en effet deux objectifs : d'une part, représenter un accroissement de la valeur des actions qui soit satisfaisant pour les

actionnaires et d'autre part, laisser espérer un gain financier en fin de plan suffisamment motivant pour les dirigeants. La problématique est identique dans les firmes non cotées. Dans ce contexte, il n'est possible d'envisager de lever les options qu'à partir du moment où la prime d'acquisition est jugée suffisante. Les personnes sont alors titulaires d'options ayant une durée de vie de plusieurs années. Toutefois, comme ils ne peuvent pas céder leurs options ni vendre à découvert les actions sous-jacentes, les dirigeants peuvent être incités à réduire le risque de leur portefeuille en levant prématurément leurs options (Huddart, 1994). Hemmer (1993) montre cependant qu'il est possible de construire un contrat incitatif mixant option et prime comptable de manière à annuler le risque de la rémunération totale lorsque le dirigeant prend les décisions qui maximisent l'utilité des actionnaires. Par ailleurs, des dividendes élevés et en forte croissance peuvent aussi mener à une levée prématurée de l'option, selon que le prix de levée est supérieur ou inférieur au cours de l'action.

2.2.2. La stratégie de cession des actions

La stratégie de cession des actions acquises, tout comme la stratégie de levée des options, dépend des motivations qui ont été à l'origine de l'adoption du plan. Le détenteur d'option peut adopter deux stratégies. La première consiste à revendre les actions sitôt après les avoir acquises (théoriquement en tout début de plan). Ce faisant, il réalise l'avantage pécuniaire (la décote) dès que celui-ci lui est concédé. Cette stratégie est fiscalement neutre pour le bénéficiaire du POA. Elle est aussi neutre sur le plan fiscal, mais financièrement avantageuse pour l'entreprise. Elle peut être adoptée par les individus ayant une préférence pour les liquidités immédiates, ainsi que par ceux qui sont suffisamment "riscophobes" pour ne pas assumer la détention des titres acquis.

La seconde stratégie consiste à conserver les actions achetées suffisamment longtemps (jusqu'au terme de la période d'indisponibilité fiscale) pour bénéficier d'une imposition réduite de la part du gain financier fiscalement admise (fraction de la réduction de prix qui dépasse 10 % ou 5 % de la valeur initiale des actions selon que les options ont été attribuées avant ou après le 1^{er} juillet 1993). Dans ce contexte, les options devraient être exercées le plus tardivement possible, c'est-à-dire en fin de plan, de manière à minimiser la durée de détention des titres. Cette stratégie sera efficiente si le risque supplémentaire encouru est correctement rémunéré par l'accroissement, après impôts, de la prime d'acquisition résultant de la première stratégie de cession, ainsi que par l'espérance de plus-value de cession après impôt. Elle deviendra alors fiscalement avantageuse pour l'entreprise. On peut noter que, dans le cas où ce comportement serait adopté par la majorité des détenteurs d'options, le mécanisme d'incitation serait couplé avec l'avantage fiscal (cette stratégie sera contrainte si les actionnaires imposent une durée minimale de détention des options correspondant à la période d'indisponibilité fiscale avant que celles-ci ne puissent être exercées). L'intérêt de cette seconde stratégie a toutefois été considérablement atténué par l'annulation de l'exonération fiscale du gain financier, et l'a été encore davantage après chaque nouvelle hausse de son taux d'imposition. Si un POA a été adopté par une société non cotée pour des raisons fiscales, la stratégie à retenir est mixte. Le plan ne pouvant dans ce cas prévoir de décote, le bénéficiaire ne pourra réaliser de gain qu'à partir du moment où la valeur de l'action sous-jacente sera devenue supérieure au prix d'exercice de l'option. Si ce dernier devient très rapidement inférieur à la valeur de l'action, il pourra opter pour la stratégie de cession de son choix (celle-ci conditionnant alors la stratégie d'exercice) en fonction des

possibilités de cession de ses titres sur un marché de gré à gré, vraisemblablement peu liquide. En revanche, plus l'option sera durablement sous la valeur de l'action sur le marché, plus la seconde stratégie s'imposera.

Dans le contexte d'incitation et que l'on soit ou non dans une société cotée, le prix d'exercice, significativement supérieur à la valeur de l'action au moment de l'adoption du POA, contraint le détenteur ayant pour objectif de maximiser son gain financier à retenir une stratégie d'exercice tardive de ses options. Dans la mesure où l'horizon correspondant à cet objectif est compatible avec la période d'indisponibilité prévue par le cadre légal des POA, la stratégie de cession des titres acquis peut être adaptée afin de bénéficier du régime fiscal favorable du gain financier. Nous retrouvons alors la deuxième stratégie de cession présentée lorsque le POA est adopté afin d'offrir à ses bénéficiaires une rémunération fiscalement avantageuse (cas où la société est cotée). Nous avons néanmoins observé que le régime fiscal de plus en plus défavorable du gain financier pouvait dissuader ceux-ci d'opter pour une stratégie de détention longue de leurs options, ce qui est nuisible au caractère incitatif du POA et défavorable à la création de valeur de l'action.

2.3. ENVIRONNEMENTS INSTITUTIONNEL ET FISCAL DES POA EN AMERIQUE DU NORD

En Amérique du Nord, il n'existe aucune restriction formelle quant au nombre d'actions qu'une entreprise peut réserver pour émission ultérieure en vertu d'un POA. Quoique le POA et ses caractéristiques générales (nombre d'actions visé, durée, période d'acquisition) doivent être entérinés en assemblée générale, l'octroi d'options est à la discrétion du conseil d'administration et du Pdg. Deux types de POA peuvent être adoptés aux Etats-Unis : les "Incentive Stock Options" et les "Non-qualified Stock Options". Ces deux types d'options sont liées par un même principe. Si le prix d'exercice équivaut au cours de bourse de l'action sous-jacente à la date d'attribution des options, il n'y a aucune incidence fiscale, tant pour l'entreprise que pour le bénéficiaire. Toute décote (différence entre le prix d'exercice et ce cours boursier) est considérée comme un salaire par l'administration fiscale et est, par conséquent, soumis à l'impôt sur le revenu pour le bénéficiaire sans pour autant être déductible pour l'entreprise. Les règles fiscales canadiennes sont similaires aux règles américaines à cet égard. De ce fait, en Amérique du Nord, la quasi-totalité des *stock-options* sont émises pour un prix d'exercice égal au cours boursier des actions sous-jacentes.

La principale différence entre les "Incentive Stock Options" et les "Non-qualified Stock Options" a trait essentiellement à leur statut fiscal, notamment lors de la levée des options. Ainsi, prenons l'exemple d'une option ayant un prix d'exercice de 10\$ (valeur égale au cours de bourse de l'action lors de l'attribution), sachant que les cours boursiers à la levée de l'option par le bénéficiaire et lors de la revente des actions ainsi acquises sont respectivement égaux à 15\$ et à 25\$. Pour les détenteurs d'options de type "Non-qualified", la levée de l'option entraîne un gain de 5\$ (15\$ - 10\$), lequel gain est pleinement imposable. Cependant, la levée de l'option permet également à l'entreprise de constater une charge salariale déductible de 5\$. Pour les détenteurs d'options de type "Incentive", la levée de l'option n'a aucune incidence fiscale, tant pour le bénéficiaire que pour l'entreprise. À la cession des actions ainsi acquises, les bénéficiaires d'options de type "Non-qualified" déclareront un gain de capital de 10\$ (25\$ - 15\$), qui est taxé comme salaire. Les bénéficiaires d'options de type "Incentive" déclareront quant à eux

un gain de capital de 15\$. Toutefois, la période de détention des actions acquises en vertu des options de type “ Incentive ” est importante du point de vue fiscal. En effet, si les actions sont conservées moins d'un an, le gain de capital réalisé suite à la vente des actions acquises en vertu de l'option est taxable comme salaire pour le bénéficiaire. Si les actions sont conservées plus d'un an et moins de 18 mois, le taux d'imposition est de 28 % (lequel pourra être inférieur ou supérieur au taux d'imposition du salaire selon le statut fiscal de l'employé). Enfin, si les actions sont conservées au moins 18 mois après la levée de l'option, le gain de capital n'est imposé qu'à 20 %. Cette disposition de la législation fiscale américaine (“ long term capital gains ”) avantage les bénéficiaires qui réalisent des gains de capital sur des investissements à long terme. Toutefois, en conservant les actions plus longtemps après la levée de l'option, le bénéficiaire assume un risque financier plus grand.

Quoique du point de vue des bénéficiaires, les options de type “ Incentive ” semblent plus avantageuses en raison du report d'impôt qu'elles permettent, il faut considérer que, du point de vue de l'entreprise, les options de type “ Non-qualified ” donnent droit à une déduction fiscale ce qui n'est pas le cas avec les options de type “ Incentive ”. Par conséquent, une stratégie de minimisation des charges fiscales et d'optimisation de la valeur de l'entreprise devrait considérer tant la situation fiscale de l'entreprise (taux marginal d'impôt) que celle du bénéficiaire. Au Canada, le gain réalisé lors de la levée d'une option (différence entre le prix d'exercice et le cours de bourse de l'action sous-jacente à ce moment) est pleinement imposable comme salaire. Aucune déduction n'est permise pour l'entreprise. Depuis 1994, il est cependant possible de se prévaloir d'une disposition fiscale qui rend non imposable 25 % du gain réalisé par le bénéficiaire lors de la levée d'options. De plus, la plus-value réalisée lors de la cession d'actions acquises en vertu de POA est exonérée d'impôt à hauteur de 25 %.

En matière de divulgation d'information, les autorités américaines et canadiennes exigent des entreprises qu'elles publient les attributions d'options à chacun de leurs cinq dirigeants les mieux rémunérés ainsi qu'à leur équipe de direction. En outre, les options non encore exercées doivent être prises en compte dans le calcul d'un “ bénéfice par action dilué ”, c'est à dire d'un résultat par action qui résulterait de l'exercice de ces options et de l'accroissement inhérent du nombre d'actions en circulation. Depuis 1998, les normes comptables américaines exigent également que les entreprises estiment et divulguent la valeur des options octroyées au cours d'un exercice financier, soit en enregistrant cette somme dans un compte de charge (non déductible des résultats imposables), soit en intégrant cette information en annexe des états financiers.

3. L'état de la pratique des POA

Nous distinguerons dans cette section la pratique des POA constatée en France, de celle observée en Amérique du Nord.

3.1. LES POA EN FRANCE

En France, le ministère de l'Emploi et de la Solidarité a récemment publié les résultats d'une enquête réalisée en 1998 par la DARES auprès de l'ensemble des entreprises françaises cotées à la cote officielle ou au second marché (Fagnot, 1999). Plus de la moitié des firmes (55 %) ont répondu au questionnaire. Parmi celles-ci, 123

entreprises ont déclaré avoir mis en place un POA. Voici les caractéristiques de ces firmes :

- Les deux tiers des entreprises procèdent fréquemment à la mise en place de POA, cette pratique s'avérant même annuelle pour 20 % d'entre elles.
- Pour plus de 75 % des entreprises, la fonction est le principal critère d'admissibilité. Les POA s'adressent essentiellement aux *managers* : un sur quatre vise les seuls cadres dirigeants et plus de la moitié l'ensemble des cadres. Seules 15 % des entreprises attribuent des actions à tout le personnel même si cette pratique semble se diffuser dans les services (conseils et assistance). Au total, parmi les 30 000 personnes admissibles aux POA des 123 firmes, on dénombre 21 % de dirigeants, 65 % de cadres et 14 % de salariés.
- Près de 60 % des firmes utilisent comme critère d'attribution des options, la performance individuelle, surtout lorsque les plans sont ouverts à d'autres employés que les dirigeants, et près de la moitié distribuent les options en fonction du potentiel de l'individu.
- Dans plus de deux firmes sur trois, les membres d'un même groupe de personnes admissibles (p.ex., dirigeants, cadres supérieurs) ne reçoivent pas tous le même nombre d'options. Lorsque le POA couvre des *managers*, l'on accorde plus d'actions aux dirigeants qu'aux autres cadres : le double dans un cas sur quatre, entre le triple et le quadruple dans le tiers des cas. Le quart des firmes pour lesquelles le régime couvre seulement des cadres dirigeants ont déterminé le nombre d'options allouées de manière à ce que ces derniers investissent la totalité voire le double de leur salaire annuel lors de la levée de leurs options. Un autre quart estiment que cette dépense devrait représenter entre 50 % et 100 % de leur salaire annuel brut. Les autres firmes (50 %) déclarent que cette proportion devrait être inférieure à 50 %. S'agissant des autres cadres (non dirigeants), deux tiers des entreprises considèrent qu'ils devraient investir moins de 50 % de leur salaire lors de la levée de leurs options. La même proportion est atteinte dans trois entreprises sur quatre au sujet des salariés non cadres.
- Les objectifs du conseil d'administration les plus souvent cités lors de la mise en place du POA sont : 1) motiver et inciter les personnes à améliorer les résultats de l'entreprise (87 % des cas); 2) attirer et fidéliser les meilleurs employés (75 % des cas), ceci d'autant plus que le régime ne s'adresse qu'aux dirigeants ; 3) récompenser les performances individuelles (52 % des cas) ; 4) inciter les personnes à se préoccuper (vision) de la performance à long terme de l'entreprise (près de 33 %).

Ces résultats sont confirmés par l'enquête récente de Poulain-Rehm (2000) réalisée auprès de 61 entreprises ayant adopté un POA entre 1989 et 1996. L'auteur montre en effet que les plans adoptés (plans d'options de souscription d'action dans 70 % des cas, plans d'options d'achat d'actions dans 13 % des cas ; formule mixte pour le solde) le sont dans le contexte suivant :

- Les critères d'attribution des POA sont, par ordre d'importance, le niveau hiérarchique, la performance individuelle du bénéficiaire, son potentiel, la performance collective dans l'entreprise, l'ancienneté du bénéficiaire.
- Une majorité d'entreprises (54,3 %) allouent des *stock-options* à moins de 3 % de leur personnel et 39 % à plus de 5 % de leurs salariés.
- Dans 80 à 90 % des cas, les POA sont mis en place pour offrir à leur bénéficiaires un objectif de plus-value variant entre 0 % et 40 % de leur rémunération annuelle brute.

Pour 10 % des firmes, cet objectif est compris entre 80 % et 100 % pour les dirigeants sociaux.

- Les objectifs les plus souvent cités lors de la mise en place du POA sont : 1) fidéliser les cadres à haut potentiel en créant une communauté d'objectifs avec l'entreprise ; 2) motiver les bénéficiaires à la performance future ; 3) récompenser les meilleurs éléments ; 4) défiscaliser des rémunérations différées ; 5) développer un management axé sur l'EVA...

Ces deux études semblent indiquer que les firmes françaises dont les actions sont cotées en bourse utilisent les POA dans un contexte d'incitation compte tenu qu'elles attribuent de manière sélective, le nombre et la valeur des options aux *managers* dans un objectif avoué de motivation, d'incitation et de fidélisation des meilleurs éléments. Un résultat paraît cependant contradictoire avec cette conclusion. En effet, dans l'enquête de Fagnot (1999), plus de huit entreprises sur dix ont déclaré avoir pratiqué une réduction du prix d'achat ou de souscription des options. Parmi elles, six sur dix ont accordé une décote de 5 % (optimisant ainsi leur POA sur le plan fiscal), les autres ayant le plus souvent accordé une réduction de prix supérieure. Dans l'étude de Poulain-Rehm (2000), 88 % des entreprises ont déclaré avoir pratiqué un rabais, 39 % ayant limité celui-ci à 5 % (cette dernière proportion est importante si l'on considère qu'une part importante des POA de l'échantillon ont été émis avant la nouvelle réglementation fiscale de 1995).

Les POA permettent donc aux firmes françaises cotées de mettre en place une formule de rémunération qui, d'une part, soit financièrement et fiscalement avantageuse et, d'autre part, incite les *managers* à maximiser la performance boursière à long terme des actions. D'ailleurs, pour la première dimension, Poulain-Rehm (2000) montre que la majorité des firmes interrogées (près de 60 %) annoncent avoir fait évoluer le niveau de la décote en fonction du régime fiscal des POA. Pour la seconde dimension Fagnot (1999) indique qu'un plan sur deux précise une période durant laquelle la levée des options est interdite. Ce délai est dans la moitié des cas de cinq ans après leur attribution. Dans un cas sur quatre, il n'est que de deux ans. Poulain-Rehm (2000) trouve quant-à-lui qu'un délai minimum de plus d'un an de détention des options est imposé par 46 % des POA. De plus, pour renforcer le caractère incitatif du POA, 15 % des entreprises selon Fagnot (1999) imposent une période de conservation des titres acquis du fait de la levée des options, la période maximale de trois ans étant la plus fréquemment citée. Dans l'étude de Poulain-Rehm (2000), seuls 10 % des POA imposent un délai de détention des actions acquises (6,7 % pour une période de plus d'un an).

Enfin, l'expérience française montre aussi que les POA ne conduisent pas à un transfert effectif de propriété et de pouvoir en faveur des détenteurs d'options. En effet, il a été montré sur un échantillon de 99 POA adoptés par des sociétés françaises cotées en bourse que seulement un tiers de ces plans permettent d'acquérir plus de 10 % du capital de la firme, le taux de participation conditionnel consenti à leurs bénéficiaires est d'autant plus faible que l'actionnariat est diffus (Desbrières, 1991). L'étude de Fagnot (1999) confirme ce résultat puisque 62 % des POA attribuent moins de 1 % du capital de la firme, 18 % des plans entre 2 % et 4 % du capital et seulement 20 % donneront droit à plus de 4 % du capital social en cas de levée des options. Poulain-Rehm (2000) produit des résultats intermédiaires puisque seulement 30 % des POA attribuent moins de 1 % du capital de la firme, 15 % des plans entre 1 % et 2 % du capital, 15 % des

plans entre 2 % et 4 % du capital, 15 % des plans entre 4 % et 5 % du capital et 25 % donneront droit à plus de 5 % du capital social en cas de levée des options.

3.2. LES POA EN AMERIQUE DU NORD

Les mécanismes d'incitation à la performance à long terme sont utilisés en tant qu'outil de rémunération depuis près de cent ans dans les entreprises. Déjà en 1902 et en 1920, les entreprises Du Pont et General Motors offraient des actions à leurs dirigeants alors qu'en 1960, IBM instaurait pour ses cadres supérieurs des plans d'actionariat et de *stock-options* (Liebtag, 1991). Ce qui est différent aujourd'hui, c'est l'accroissement de la fréquence d'utilisation de ces mécanismes et leur plus grande importance dans la rémunération globale des dirigeants et des cadres supérieurs. On peut à ce titre avancer que le développement de ces formules de rémunération à long terme basées sur la rentabilité financière à long terme de l'entreprise représente un des changements les plus importants qui soient survenus au cours des vingt dernières années, tant au Canada qu'aux États-Unis. Durant cette période, la part de ces mécanismes dans la rémunération globale des dirigeants et cadres supérieurs s'est accrue pour atteindre 30 à 40 % au Canada et davantage encore aux États-Unis (ACA News, juillet-août, 1995). Au Canada, vers le milieu des années 1990, 40 % environ des entreprises cotées en bourse offraient ces régimes de rémunération à long terme, cette proportion passant à plus de 70 % parmi les entreprises dont le chiffre d'affaires dépasse le milliard de dollars (Rakotosoa, 1999). Aux États-Unis, plus de 90 % des entreprises adoptent au moins un de ces mécanismes de rémunération ; les grandes firmes – celles dont les ventes s'élèvent à plus de 2,5 milliards de dollars – en ayant même généralement trois (Hyman, 1991).

En Amérique du Nord, le POA est le plus répandu des régimes d'intéressement à long terme offerts aux dirigeants et cadres d'entreprise. Au Canada, 94 % des 300 sociétés les plus importantes en termes de capitalisation boursière (TSE 300) offrent des options à leurs dirigeants. Pour les cent plus importantes sociétés canadiennes (firmes constituant l'indice boursier TSE 150), la valeur des options ainsi offertes représentait en 1996 environ 33 % de la rémunération totale moyenne des dirigeants concernés, soit un montant estimé à 600 000 dollars⁹ (Craighead et alii, 1998). Aux États-Unis, une enquête de KPMG révèle que tous les dirigeants participent à un régime à long terme, lequel s'avère être un POA dans plus de 85 % des cas et qu'en moyenne, la valeur des options octroyées représente de 110 % à 300 % du salaire annuel des bénéficiaires (Chingos et Engel, 1998). Ces options sont généralement offertes selon le niveau hiérarchique du poste dans l'entreprise. Ainsi, pour les Pdg, l'allocation annuelle peut se situer entre 110 % et 150 % de leur salaire. Pour leurs collaborateurs immédiats, cette proportion s'établit autour de 50 % à 60 %. Les entreprises font généralement en sorte que leur Pdg et ses collaborateurs immédiats possèdent des actions dont la valeur totale représente respectivement de 7 à 11 fois et de 3 à 6 fois leur salaire annuel. Parfois on étend le régime à un troisième niveau de responsabilité. Les allocations annuelles peuvent alors varier de 30 % à 35 % du salaire des personnes concernées.

En Amérique du Nord, les entreprises qui offrent un POA à l'ensemble de leurs employés (des POA non sélectifs) sont encore rares. Toutefois, il semble que les POA

⁹. Environ 2 400 000 francs.

soient de plus en plus offerts aux employés qui ne sont pas membres de la direction, notamment dans les entreprises de haute technologie. Au Canada, quelques entreprises, comme Bristol-Myers Squibb dans l'industrie pharmaceutique, offrent des options d'achat d'actions à tous leurs employés. Aux États-Unis, on estime qu'environ 2 000 firmes ont suivi des entreprises pionnières comme Du Pont et Pepsico et offrent maintenant des POA élargis (Capell, 1996). Parmi celles-ci, plusieurs petites entreprises dans le secteur de la haute technologie (notamment celles localisées dans la Silicon Valley) offrent des options à l'ensemble de leur personnel pour compenser les salaires concurrentiels qu'elles ne sont pas en mesure de verser. Une autre enquête estime que plus de 5 millions de personnes travailleraient pour des firmes qui rendent une majorité de leurs employés admissibles à un POA (NCEO, 1997).

Selon Reinglod (1997), pour certains dirigeants d'entreprises américaines, l'implantation de régimes non-sélectifs (ou élargis) de participation à la propriété est une manière de réduire l'iniquité apparente entre d'une part, la rémunération élevée des dirigeants et les énormes gains réalisés par les actionnaires et d'autre part, la faible augmentation des salaires et des avantages sociaux des employés observés au cours de ces dernières années.

Une enquête récente de Todd et Bierwirth (1997) réalisée auprès de 24 grandes firmes américaines ayant mis en place un POA non réservé à la direction montre que 40 % d'entre elles couvrent tous leurs employés avec ce régime (c'est-à-dire plus de 90 % de leur personnel), cette proportion variant entre 30 et 90 % des employés pour les autres entreprises. Par ailleurs, 54 % des firmes sondées rendent admissibles au POA leurs employés payés à l'heure et 25 %, leurs employés syndiqués. Cette étude montre aussi que :

- Plus de 65 % des firmes octroient des options sur une base régulière et presque automatique aux employés alors que les autres adoptent une politique *ad-hoc* ou sélective en fonction du rendement, en faisant en sorte que seulement 30 % des employés admissibles reçoivent des options ;
- 70 % des firmes offrent des options sur une base annuelle, 13 % sur une base bi-annuelle et le reste le font sur une base irrégulière (*one-time grants*) ;
- 54 % des firmes octroient une option sur un certain nombre prédéterminé d'actions pour les employés d'une même catégorie et ce, indépendamment de la performance boursière ;
- 85 % des firmes octroient les options sur la base du salaire des employés et un tiers d'entre elles tiennent aussi compte du rendement de ces derniers ;
- 80 % des firmes déterminent la valeur de l'option en fonction du salaire des employés, les autres accordant le même avantage à tous les salariés ;
- presque toutes les firmes imposent des conditions aux employés de manière à ce qu'ils ne puissent exercer leur option avant un certain temps et selon un certain rythme (*vesting*) ;
- 88 % des firmes offrent des options sur une période de 11 ans (*option terms*) ;
- presque tous les répondants disent que les actions sont cédées après exercice des options (la plupart des employés peuvent réaliser la transaction sans avoir à déboursier d'argent).

Une autre enquête américaine du National Center for Employee Ownership (Weeden, 1998) auprès de 34 entreprises ayant un POA élargi montre les tendances suivantes :

- Le POA couvre au moins 50 % des employés, la plupart des plans rendant tous les employés admissibles à recevoir des options ;
- Le prix d'exercice des options octroyées est égal au cours de bourse de l'action du jour où le POA est adopté ;
- La période d'acquisition (*vesting*) varie de trois à 5 ans avec un mode graduel d'acquisition dans le temps ;
- La durée de l'option est de 11 ans et est conditionnée à l'emploi ;
- Les options sont attribuées annuellement selon la catégorie, le salaire ou encore le rendement individuel des employés ;
- Il n'y a pas obligation de conserver les actions une fois que l'option est levée ;
- Les employés ont le choix d'exercer leur option en une journée sans déboursier d'argent, ou de lever leur option pour acheter les actions sous-jacentes.

4. Les POA : L'état de la recherche

Ce chapitre a présenté dans quelle mesure, sur un plan théorique, les POA sont à même d'enrichir les actionnaires en incitant les dirigeants et les cadres à prendre des décisions qui maximisent leur richesse, notamment en entreprenant des projets plus risqués mais dont la rentabilité espérée est plus élevée (c'est le cas des investissements à long terme et des dépenses en recherche et développement) et en privilégiant l'endettement aux financements par fonds propres internes et externes. Il est possible qu'une telle amélioration de la richesse des actionnaires s'accompagne d'une volatilité accrue des flux de richesse futurs de la firme et par conséquent, de la valeur de ses actions. Toutefois, l'augmentation du risque financier de l'entreprise est perçue négativement par les créanciers à long terme parce qu'elle augmente la probabilité que celle-ci ne puisse faire face à ses engagements contractuels (non respects de l'échéancier de la dette, faillite), ce qui a pour effet de diminuer la valeur de leurs titres de créance à long terme. En d'autres termes, les prêteurs à long terme ne profitent pas d'une augmentation de valeur des actions d'une firme mais subissent les effets négatifs d'une baisse de leur valeur.

À ce jour, peu de chercheurs ont étudié l'efficacité des POA en analysant leurs impacts sur les différentes variables évoquées (montants des investissements à long terme, volatilité du cours boursier, valeur des actions et valeur des dettes...). Le tableau 1 résume les résultats de ces études, essentiellement nord-américaines, qui ont analysé l'efficacité des POA en considérant : a) l'impact de l'annonce de l'adoption d'un POA sur la valeur boursière des actions ; b) l'impact de l'adoption d'un POA sur divers indicateurs comme la valeur boursière des actions, les dépenses de R & D, la volatilité du cours boursier, dépenses en investissement à long terme, bénéfices ; c) l'impact de l'octroi d'options sur divers indicateurs comme la valeur boursière de la firme à court terme et à long terme ainsi que sur le moment de la levée des options et d) l'efficacité des POA aux yeux des détenteurs d'options, des directeurs de la rémunération, etc¹⁰.

Insérer le tableau 1 ici

Plusieurs études révèlent une association positive entre l'existence d'un POA et divers indicateurs de performance des entreprises. Ces résultats valident l'hypothèse d'incitation

¹⁰. Pour une analyse détaillée de ces études, se reporter à Desbrières (1999) et à Poulain-Rehm (2000).

et d'alignement des intérêts des *managers* sur ceux des actionnaires. Toutefois, force est de reconnaître que les études sur l'efficacité des POA sont encore trop peu nombreuses, trop récentes et encore trop conflictuelles pour permettre de tirer quelque conclusion définitive que ce soit à ce sujet. Cette réserve est aussi justifiée à la lumière des limites méthodologiques de ces études. Ainsi, il est difficile d'établir un lien de causalité entre l'adoption d'un POA et tout indicateur d'activité et de performance ultérieures des firmes (investissement à long terme, choix de financement, valeur des actions...). Par exemple, l'accroissement de la performance peut résulter des décisions prises par leurs dirigeants à la suite de l'adoption d'un POA, mais peut autant découler d'un contexte socio-économique favorable qui aurait été anticipé par les dirigeants et qui les auraient amenés à réclamer un tel mode de rémunération. Plus précisément, on ne sait pas encore si c'est l'adoption d'un POA qui influence les décisions des dirigeants et cadres ayant pour effet d'accroître la valeur créée, ou encore, si ce sont les dirigeants de firme qui anticipent des conditions économiques favorables qui sont plus enclins à vouloir être rémunérés avec des options pour pouvoir s'enrichir. À cet égard, les résultats d'une étude réalisée par Yermack (1997) sont intéressants. Ils révèlent que les attributions d'options aux dirigeants d'entreprises américaines sont souvent effectuées quelques temps juste avant l'annonce de résultats financiers très favorables qui entraînent une hausse significative du cours boursier de l'entreprise. Dans un contexte canadien, les résultats présentés par Cormier, Magnan et Fall (1999) montrent que la mise en place de POA s'accompagne d'une amélioration de la performance financière de la firme à court terme, mais non à long terme.

5. Les POA : leurs conditions de succès

À notre connaissance, seule l'étude de St-Onge et alii. (1999) s'est penchée de manière précise et approfondie sur l'identification des facteurs qui sont susceptibles d'influencer l'efficacité des POA. Cette étude, menée par entretiens auprès d'une vingtaine de dirigeants d'entreprise, montre que le facteur clé de l'efficacité d'un POA s'avère être le gain *réalisé* ou *anticipé* par le détenteur d'options, tant en valeur *absolue* que *relative*. La valeur *absolue* correspond au gain que le détenteur des options réalise en fonction du nombre d'actions qu'il peut acheter et de la valeur de celles-ci. Plus simplement, pour les personnes interrogées, il faut que le mécanisme soit rémunérateur ! La valeur *relative* correspond au gain que le détenteur des options réalise en comparaison au montant des autres composantes de sa rémunération globale : il faut que le gain résultant de la levée des options ait une importance relative significative. De fait, le gain entraîne une certaine circularité dans l'argumentation des dirigeants interrogés : un POA est efficace s'il est rémunérateur et lorsqu'il permet la réalisation d'un gain, un POA est efficace ! Une enquête par questionnaire réalisée par Poulain-Rehm (2000) auprès de 178 *managers* détenteurs de *stock-options* et appartenant à 7 firmes françaises montre toutefois que le montant des options attribués et les gains résultant de leur exercice n'influencent pas significativement l'implication de ces bénéficiaires. En revanche, l'importance perçue des *stock-options*, relativement aux autres formules de rémunération et de participation financière, est un élément déterminant de cette implication.

Par delà le gain (réel ou potentiel) réalisé, les dirigeants sollicités par St-Onge et alii. (1999) estiment que d'autres facteurs influencent l'efficacité des POA. Il s'agit des caractéristiques contractuelles de ce mécanisme et de certaines caractéristiques de la

firme et de son environnement, présentées ci-après. Observons ici que ces deux groupes de variables conditionnent l'efficacité des POA parce qu'ils influencent l'ampleur des gains qui en découlent ou, à tout le moins, clarifient la perception qu'ont les détenteurs d'options de leur potentiel de gain.

5.1. LES CARACTERISTIQUES CONTRACTUELLES DU POA

D'après les dirigeants interviewés par St-Onge et alii. (1999), le succès d'un POA repose fortement sur la façon dont il est conçu. Ainsi, la plupart des dirigeants interviewés recommandent de ne rendre admissibles à ce mécanisme que les personnes pouvant avoir une influence sur la valeur des actions. Ainsi, certains dirigeants de très grandes entreprises recommandent d'offrir aussi des options aux employés qui représentent pour elles une ressource importante que l'on doit retenir et motiver, comme le personnel de R & D. Plusieurs dirigeants croient aussi que le succès d'un POA est fonction du volume et de la qualité des *informations communiquées* (individuellement ou collectivement) aux détenteurs d'options, notamment en ce qui a trait à la valeur potentielle du gain, aux objectifs du POA et aux activités de la firme. Ce résultat est confirmé par Poulain-Rehm (2000) qui trouve que les notices explicatives individuelles et collectives ainsi que les réunions d'information ont un impact significatif sur l'implication des bénéficiaires lors de la mise en place d'un POA. Finalement, ces derniers estiment que les “*règles du jeu*” ne doivent pas changer pendant la durée de l'option (par exemple, en fonction de la valeur de l'action, du gain accumulé, etc.) et qu'elles doivent être simples de manière à être comprises par les détenteurs d'option (St-Onge et alii., 1999).

Dans l'étude de St-Onge et alii. (1999), aucun consensus n'émerge parmi les dirigeants interviewés à l'égard des conditions *d'attribution* des options (notamment, les critères d'admissibilité, le prix d'exercice, la fréquence ou l'ampleur de l'adoption des POA) et les conditions de *levée* des options. Ces dernières incluent la durée de vie des options, la période d'attente avant de pouvoir commencer à les exercer (“*vesting*”), la proportion des options qui peuvent être levées chaque année et les mesures encourageant la conservation des actions ainsi acquises (par exemple, attribution d'options donnant droit au même nombre d'actions que celles obtenues après exercice et paiement par la firme des impôts sur le gain réalisé avec les actions). Poulain-Rehm (2000) met par ailleurs en évidence que l'équité perçue des *stock-options* comme dispositif de partage du profit ainsi que l'importance du lien entre l'attribution des options et la performance individuelle sont d'importants facteurs de l'implication des bénéficiaires du POA.

5.2. LES CARACTERISTIQUES DE LA FIRME ET DE SON ENVIRONNEMENT

Plusieurs dirigeants interrogés par St-Onge et alii. (1999) pensent que la phase de **cycle de vie** dans laquelle se trouve une firme influence le succès d'un POA. Plus précisément, la plupart d'entre eux estiment qu'un tel mécanisme est plus efficace dans une firme en phase de démarrage ou en croissance rapide et qu'il est moins efficace lorsque la firme croît lentement ou lorsqu'elle est à un stade de maturité ou de déclin. Certains dirigeants croient que le succès d'un POA est aussi fonction de la **taille** des firmes : les POA étant plus efficaces dans les petites firmes que dans les grandes parce que des décisions prises par une équipe “*resserrée*” de *managers* auraient un impact immédiat sur les résultats. Finalement, aux yeux de certains répondants, une **culture** organisationnelle de type “*entrepreneuriale*” qui valorise la responsabilité, l'implication et une gestion décentralisée

favorise l'efficacité des POA. De plus, l'attitude de la direction à l'égard de la décision des cadres de lever leurs options et de vendre immédiatement leurs actions influencerait l'efficacité des POA. En effet, selon que cette dernière désapprouve, approuve, accepte ou encourage la levée des options avant échéance ou la vente immédiate des actions acquises, les cadres seront plus ou moins en mesure de jouir des fruits de leurs gains. Dans l'étude de Poulain-Rehm (2000), il ressort qu'un style de management participatif (notamment l'existence d'un projet d'entreprise et de groupes de progrès), une perception favorable des relations avec les supérieurs hiérarchiques et avec les collègues de travail sont des facteurs supplémentaires d'implication des bénéficiaires de *stock-options*.

Concernant l'environnement de la firme, la majorité des répondants considèrent que le **secteur industriel** est déterminant : un secteur industriel mature (croissance modérée ou stable), cyclique c'est-à-dire soumis aux aléas des marchés mondiaux (marchés de l'aluminium, du cuivre, du pétrole, du zinc, des pâtes et papiers...) ou encore, requérant des investissements productifs coûteux aurait une incidence négative sur l'efficacité des options. **L'évolution du cours boursier** influencerait aussi l'efficacité d'un POA : fort logiquement, pour certains répondants, plus le cours de l'action d'une firme est volatile ou fluctuant, plus les décisions de leurs dirigeants peuvent avoir un impact sur sa performance boursière alors que pour d'autres, c'est le potentiel de croissance de la valeur de l'action qui conditionne l'effet motivant de l'option. Par ailleurs, plusieurs répondants croient que l'état des **marchés boursiers** – qui dépend de multiples facteurs en dehors de leur contrôle comme les taux d'intérêt et le contexte économique et politique – a un effet sur l'efficacité des POA : un cycle boursier à la hausse ayant une influence positive car il augmente le gain potentiel ou réalisé et un cycle à la baisse, un effet négatif. Finalement, certains répondants avancent que les **intervenants externes**, tels que les analystes financiers, la presse d'affaires et le public, ont une incidence négative sur l'efficacité des options. En effet, la peur ou la méfiance envers les réactions de ces observateurs contraindrait les dirigeants dans leur stratégie d'exercice de leur option, les empêchant de réaliser librement leurs gains. Aux dires des répondants, plus un cadre occupe un poste élevé (par exemple, président, chef de direction), plus il lui est difficile d'empocher le gain accumulé dans un tel mécanisme.

Conclusion

Reconnaissons qu'il est important de rémunérer adéquatement des dirigeants en fonction de leur investissement en capital humain spécifique, c'est-à-dire de leur compétence, de l'ampleur des responsabilités qu'ils assument, de la performance de la firme qu'ils gèrent et des conditions de travail difficiles qu'ils doivent subir (longues heures de travail, nombreux déplacements, peu de temps pour les activités personnelles et familiales...). Il est d'ailleurs couramment admis que ce n'est pas tant la rémunération élevée des dirigeants (le combien ?) qui est problématique, mais plutôt le fait d'être sur-rémunéré par rapport à la performance de l'organisation (le pourquoi ?). Il semble en effet qu'avec les années, la politique de rémunération des dirigeants, du moins en Amérique du Nord, ait connu une certaine dérive au point de faire naître de nombreuses polémiques sur leur bien-fondé et sur leur faible relation avec la performance de la firme gérée.

Historiquement, la rémunération des dirigeants a été présentée comme un outil *rationnel* conçu et géré pour accroître la performance organisationnelle. D'ailleurs, la quasi totalité des travaux consacrés à cette problématique ont été développés dans le

cadre de la théorie de l'agence selon laquelle la politique de rémunération des dirigeants favorise la convergence des intérêts entre ces derniers et les actionnaires. Les plans d'options sur action ont ceci d'intéressant qu'ils n'obèrent pas la capacité bénéficiaire de la firme et limitent les risques encourus par leurs bénéficiaires. Pour éviter un recours excessif aux POA, certains organismes de réglementation des opérations boursières et investisseurs institutionnels ont tenté de limiter, formellement ou informellement, à 10 % le niveau de propriété du capital social réservé aux plans d'options. D'autres intervenants recommandent pour leur part de gérer différemment les POA en reliant l'attribution d'options à l'atteinte d'objectif de performance prédéterminés. Enfin, des entreprises ont commencé à adopter des POA avec des prix d'exercice qui sont fixés par référence à un indicateur de marché (indice sectoriel par exemple) et sont régulièrement ajustés, à la hausse comme à la baisse, à partir du moment où l'évolution de ce dernier est jugée significative. Ainsi, la valeur des options n'est plus fondamentalement conditionnée par des facteurs non contrôlés par les *managers* (i.e., les données macro-économiques et sectorielles). Cette pratique a l'avantage, du point de vue des actionnaires, de mieux aligner cette partie de la rémunération des *managers* sur la performance boursière anormale ou spécifique de la firme (c'est-à-dire, hors évolution du marché). Elle est aussi intéressante du point de vue des bénéficiaires du POA, qui ne seront pas sanctionnés en cas d'évolution défavorable du marché boursier indépendante de la qualité de leur gestion et de la situation particulière de l'entreprise

La politique de rémunération des dirigeants résulte aussi d'un rapport de force entre ces derniers et les administrateurs, chacune de ces deux parties ayant ses propres intérêts. Une recension des études sur le sujet (Magnan et alii, 1999) montre ainsi que plus un conseil d'administration a de pouvoir, moins il semble utiliser la rémunération des dirigeants comme outil de gouvernement d'entreprise : les montants en jeu tendent à être moins élevés et moins liés à la performance à long terme des firmes. Il y aurait donc substitution entre un contrôle efficace exercé par le conseil d'administration et la mise en place de rémunérations incitatives. Cependant, le choix de privilégier ainsi le contrôle, plutôt que l'incitation, fait que les actionnaires subiront une moindre dilution de la richesse créée par la firme, des contrats de rémunération comportant un moindre potentiel d'enrichissement pourront cependant priver ces derniers d'une plus-value importante s'ils rendent difficile le recrutement et la fidélisation de dirigeants compétents. De plus, un tel contrôle repose sur l'indépendance des administrateurs. Or, celle-ci est loin d'être évidente, ces derniers ayant intérêt à répondre aux attentes des dirigeants afin d'obtenir en contrepartie divers avantages (en termes de rémunération, de contrats de services professionnels, d'opérations commerciales avec leur firme...). Concernant notre problématique, cette collusion entre administrateurs et dirigeants est alors susceptible de mener à des ententes de rémunération favorisant les dirigeants au détriment des intérêts des actionnaires. En somme, toute réflexion à l'égard de la rémunération des dirigeants et d'une de ces composantes (notamment les POA) implique une réflexion sur la nature et le rôle des administrateurs. Ici comme ailleurs, cette réflexion s'élabore (cf. les rapports *Viénot* en France, 1995 ; *Dey* au Canada, 1994 et *Cadbury* en Grande Bretagne, 1992).

En fait, le débat sur l'efficacité des plans d'option sur actions soulève une question de fond : quelle valeur pécuniaire doit-on offrir en contrepartie de l'investissement en capital humain d'un dirigeant ? L'impact d'un dirigeant sur la performance de la firme qu'il gère est loin d'être explicite et aisé à isoler. À cet égard, deux études américaines ont montré

que le décès subit d'un dirigeant (président du conseil, directeur général...) ne semble pas influencer de manière systématique la valeur boursière de leur entreprise (Magee et al., 1985 ; Worrell et al., 1986). Dans certaines circonstances, la mort du dirigeant entraîne une hausse du cours boursier de l'entreprise, suggérant que sa contribution à la création de valeur était sans doute inférieure à sa rémunération. Un effet inverse mais moins important, a été observé dans certains cas.

On trouve aussi dans cette réflexion des recommandations au sujet des comités de rémunération et d'audit. Maîtriser la composition de ceux-ci est certes important, mais cette prescription générale est loin d'envisager et encore moins de traiter de manière satisfaisante la complexité de la dimension politique des organisations et des multiples intérêts, parfois divergents, des différentes parties prenantes (les actionnaires, mais aussi les administrateurs, dirigeants, employés, consultants...). En matière de rémunération des dirigeants, les actionnaires institutionnels mais aussi individuels ont un rôle à jouer puisqu'ils doivent approuver directement ou indirectement les régimes de rémunération des dirigeants. Finalement, de par le traitement fiscal plus ou moins avantageux qu'il accorde aux POA, l'Etat a beaucoup à voir avec l'engouement des dirigeants et des entreprises pour ce mécanisme. Dans ce cas, des considérations d'équité sociale et de performance économique peuvent entrer en conflit avec les politiques de rémunération mises en place : les options permettent un enrichissement individuel qui peut être jugé abusif par les parties prenantes non bénéficiaires (par exemple les employés), et il est loin d'être certain qu'elles contribuent de manière importante à l'activité et à la performance des firmes.

Au total, dans la mesure où l'on veut comprendre la complexité de cette politique de rémunération, d'autres perspectives doivent être considérées, tant sur les plans politique, symbolique, institutionnel... que sur celui de la gestion des ressources humaines, chacune d'elles en expliquant une facette particulière (St-Onge et alii, 1998 ;1999).

Tableau 1 : Synthèse des études ayant porté sur l'efficacité des POA en considérant l'influence de l'annonce de leur adoption, de leur adoption et de l'octroi d'options sur divers indicateurs d'efficacité

Variables indépendantes liées au POA	Variables dépendantes : Indicateurs d'efficacité	Nature de l'influence: -, +, n.s.	Etudes
Annnonce de l'adoption d'un POA	Valeur boursière des actions à court terme	+	Larcker, 1983 ; Brickley et alii., 1985 ; Defusco et alii., 1990
Adoption d'un POA	Valeur boursière des actions à court terme	+	Defusco et alii., 1990 ; Mehran, 1995
	Dépenses de R & D	+	Defusco et alii., 1990
	Performance boursière à long terme	n.s.	Poulain-Rehm, 2000
	Volatilité du cours boursier	+ - n.s.	Agrawal et Mandelker, 1987 ; Defusco et alii., 1990 ; Lambert et alii., 1991 ; John et John, 1993. Lambert et Larcker, 1991 ; Lemgruber, 1986.
	Endettement	n.s. + -	Lemgruber, 1986. Agrawal et Mandelker, 1987 ; Defusco et alii., 1990. Poulain-Rehm, 2000
	Rendement en dividendes	+ n.s.	Defusco et alii., 1990 Poulain-Rehm, 2000
	Valeur des dettes	-	Defusco et al., 1990 ; John and John, 1993
	Dépenses en investissement à long terme	+ n.s.	Larcker, 1983 ; Poulain-Rehm, 2000 Lemgruber, 1986.
	Résultats	+ -	Defusco et alii., 1990 ; Mehran, 1995. Lambert et alii., 1991
	Rentabilité économique à court et long terme	+	Poulain-Rehm, 2000
	Octroi d'options en vertu d'un POA existant	Valeur boursière à court terme	+ -
Valeur boursière à long terme		n.s. -	Cormier, Magnan et Fall, 1999. Aboody, 1996 ; Rakotosoa, 1999.
Résultats		+ n.s.	Larcker, 1983 Gaver et al., 1992
Dépenses en R&D		+	Dechow et Sloan, 1991
Moment de la levée des options		<i>Souvent,</i> avant l'échéance <i>Rarement,</i> avant l'échéance	Huddart, 1994 ; Huddart et Lang, 1996 ; Aboody, 1996 ; Hemmer et alii., 1996 Desbrières, 1991 ; Carpenter, 1998
Efficacité perçue des POA	Impact perçu sur la performance de l'organisation, le recrutement, la fidélisation, la motivation, la satisfaction...	+	Booth, 1990 ; St-Onge et alii., 1999 Poulain-Rehm, 2000

n.s. : impact non significatif du point de vue statistique

BIBLIOGRAPHIE

- ABOODY D. (1996), "Market valuation of employee stock options", *Journal of Accounting and Economics*, 22, n° 1-3, p. 357-391.
- AGRAWAL A. et MANDELKER G. (1987), "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions", *Journal of Finance*, vol. 45, n° 3, p. 823-837.
- BOOTH P.L. (1987), *Paying for Performance : The Growing Use of Incentives and Bonus Plans*. Ottawa, Conference Board of Canada, p. 22-87.
- BOOTH P.L. (1990), *Strategic Rewards Management : The Variable Approach to Pay*. Ottawa, Conference Board of Canada.
- BRICKLEY J.A., BHAGAT S. et LEASE R.C. (1985), "The Impact of Long-Range Managerial Compensation Plans on Shareholders Wealth", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, n° 1, p. 115-129.
- CAPELL K. (1996), "Options for everyone", *Business Week*, juillet 22, p. 80-84.
- CARPENTER J.N. (1998), "The Exercise and Valuation of Executive Stock Options", *Journal of Financial Economics*, vol. 48, n° 2, p. 127-158.
- CHARREAUX G. (ed.) (1997), *Le gouvernement des entreprises*, Paris, Economica.
- CHINGOS P.T. et ENGEL M.M. (1998), "Trends in Stock Option Plans and Long Term Incentives". *ACA Journal*, printemps, p. 13-18.
- CORMIER D., MAGNAN M. et FALL M. (1999), "L'octroi d'options sur actions aux dirigeants et la performance financière de la firme". *Finance-contrôle-stratégie*, vol. 2, n° 2, p. 25-50.
- CRAIGHEAD J., MAGNAN M. et THORNE L. (1998), "An Empirical Examination of the Effect of Mandated Compensation Disclosure on Executive Compensation", *Academy of Management conference*, San Diego, Californie.
- DECHOW R. et SLOAN R. (1991), "Executive Incentives and the Horizon Problem: An Empirical Investigation", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 14, n° 1, p. 51-89.
- DEFUSCO R.A., JOHNSON R.R. et ZORN T.S. (1990), "The Effect of Executive Stock Option Plans on Shareholders and Bondholders", *Journal of Finance*, vol. 45, n° 2, p. 617-627.
- DESBRIERES P. (1991), *Participation financière, Stock-Options et Rachats d'Entreprise par les Salariés*. Economica : Paris.
- DESBRIERES P. (1997a), "Stock-options et signalisation : le cas français", dans : *Le gouvernement des entreprises*, CHARREAUX G. (ed.), Paris, Economica, p. 273-302.
- DESBRIERES P. (1997b), "La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entreprise", dans : *Le gouvernement des entreprises*, CHARREAUX G. (ed.), Paris, Economica, p. 361-395.
- DESBRIERES P. (1999), "Motifs et conséquences de l'adoption des stock-options", *Banque et Marchés*, n° 43, p. 5-17.
- GAVER J., GAVER K. et BATTISTEL G.P. (1992), "The Stock Market Reaction to Performance Plan Adoption", *The Accounting Review*, vol. 67, n° 1, p. 172-182.
- GIRARD M. (1997), "La passe des salaires déguisés en options", *La presse*, Montréal, 17 mai, p.F2
- HEMMER T., MATSUNAGA S. et SHEVLIN T. (1996), "The influence of risk diversification on the early exercise of employee stock options by executive officers", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 21, n° 1, p. 45-68.
- HALL B.J. et LIEBMAN J.B. (1998), "Are CEOs really paid like bureaucrats ?", *Quarterly Journal of Economics*, août, p. 653-691.
- HEMMER T. (1993), "Risk-Free Incentive Contracts : Eliminating Agency Cost Using Option-Based Compensation Schemes", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, n° 1, p. 447-474.
- HUDDART S. (1994), "Employee Stock Options", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 18, n° 2, p. 207-231.
- HUDDART S. et LANG M. (1996), "Employee stock option exercises : An empirical analysis", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 21, n° 1, p. 5-43.
- HYMAN J.S. (1991), "Long Term Incentives", dans *The Compensation Handbook : A State-of-the-Art Guide to Compensation Strategy and Design*, M.L. Rock et L.A. Berger (éd.), McGraw-Hill, p. 339-354.
- JENSEN M.C. et MECKLING W.H. (1976), "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, p. 305-360.
- JENSEN M.C. et MURPHY K.J. (1990), "Performance pay and top management incentives", *Journal of Political Economy*, vol. 98, n° 2, p. 225-264.

- JOHN T.A. et JOHN K. (1993), "Top-Management Compensation and Capital Structure", *Journal of Finance*, vol. 48, n° 3, p. 949-974.
- JOHNSON W., MAGEE R., NAGARAJAN N. et NEWMAN H. (1985), "An analysis of the stock price reaction to sudden executive deaths : implications for the managerial labor market", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, n° 1, p. 151-174.
- JOHNSON A.M. (1986), "How to Relate Long Term Incentive Plans to Performance", *Topics in Total Compensation*, vol. 1, n° 1, p. 73-84.
- JOHNSON A.M. (1991), "Designing Total Compensation Programs", dans *The Compensation Handbook : A State-of-the-Art Guide to Compensation Strategy and Design*, M.L. Rock et L.A. Berger (éd.), Mc-Graw-Hill, p. 311-321.
- KAHNEMAN D. et TVERSKY A. (1979), "Prospect theory : An analysis of decision under risk", *Econometrica*, vol. 47, p. 263-291.
- LAMBERT R. et LARCKER D. (1991), "Executive Compensation, Corporate Decision Making, and Shareholder Wealth : A Review of the Evidence", dans *Executive Compensation : A Strategic Guide for the 1990s*, F.K. FOULKES (ed.), Harvard Business School Press, 1991, p. 98-128.
- LAMBERT R., LARCKER D. et VERRECCHIA R. (1991), "Portfolio Considerations in Valuing Executive Stock Options", *Journal of Accounting Research*, vol. 29, n° 1, p. 129-149.
- LARCKER D. (1983), "The Association Between Performance Plan Adoption and Corporate Capital Investment", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 5, n° 1, p. 3-30.
- LEMGRUBER E. (1986), *Stock Options Plans and Corporate Behavior*. Thèse de doctorat, University of California in Los Angeles.
- LIEBTAG W.R. (1991), "Compensating executive : The development of responsible management", dans *Executive Compensation : A Strategic Guide for the 1990s*, F.K. FOULKES (ed.), Harvard Business School Press, 1991, p. 27-42.
- MAGNAN M., ST-ONGE S., CRAIGHEAD J. et THORNE L. (1998), "La rémunération des dirigeants : un enjeu économique, politique et symbolique pour les conseils d'administration", *Gestion - revue internationale de gestion*, vol. 23, n° 3, p. 127-134.
- MAIN B.G. (1999), "The Rise and Fall of Executive Stock Options in Britain", dans *Executive Compensation and Shareholder Value*, J. Carpenter et D. Yermack (éd.), Kluwer Academic Press, p. 83-114.
- MEHRAN H. (1995), "Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, vol. 38, n° 2, p. 163-184.
- MURPHY K. (1985), "Corporate Performance and Managerial Remuneration : An Empirical Analysis", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, n° 1, p. 11-42.
- NCEO (1997), "Five million employees now eligible for stock options", *Employee Ownership Report*, vol. 17, n° 4, p. 1-3.
- PAVLIK E., SCOTT T. et TIESSEN P. (1993), "Executive Compensation : Issues and Research", *Journal of Accounting Literature*, p. 131-189.
- POULAIN-REHM T. (2000), *Contribution à la connaissance de la politique de stock-options des entreprises françaises cotées : approche quantitative et qualitative*. Thèse de doctorat, Université de Bordeaux IV.
- RAKOTOSOA A.M.E. (1999), *Les options d'achat d'actions octroyées aux dirigeants d'entreprises canadiennes : la perspective des actionnaires quant à leur évaluation*. Thèse de doctorat, École des HEC (Montréal).
- REINGOLD J. (1997), "Executive Pay : Special Report", *Business Week*, avril 21.
- ST-ONGE S., MAGNAN M., RAYMOND S. et THORNE L. (1996), "L'efficacité des régimes d'option d'achat d'actions : qu'en sait-on ?", *Revue Gestion*, vol. 21, n° 2, p. 20-31.
- ST-ONGE S., MAGNAN M., RAYMOND S. et THORNE L. (1999), "L'efficacité des régimes d'option d'achat d'actions : qu'en disent les dirigeants d'entreprise ?", *Revue Gestion*, vol. 24, p. 42-53.
- SCHNEIER G.E. (1991), "Measuring and Assessing Top Executive Performance", dans *The Compensation Handbook : A State-of-the-Art Guide to Compensation Strategy and Design*, M.L. Rock et L.A. Berger (éd.), Mc-Graw-Hill, p. 520-532.
- SUSSMAN S.L. (1997), "Taking stock employees : which practices are hot, which practices are not", *ACA News*, juillet-août, 1997, p. 27.
- THERIAULT R. et ST-ONGE S. (2000), *La gestion de la rémunération : théorie et pratique*. Gaétan Morin Éditeur.
- TODD P.H. et BIERWIRTH J.T. (1997), "New insights into broad-based stock option plans", *ACA News*, juillet-août, 29-31.

- TORONTO STOCK EXCHANGE (1987), *Employee Share Ownership at Canada's Public Corporations*. Toronto : Toronto Stock Exchange.
- WAGNER R.H. (1999), " The Shareholder Revolt ", ACA NEWS, avril, p. 12-17.
- WEEDEN R. (1998), " The 1997 NCEO Broad-based stock option survey ", dans *The Stock Option Book*, The National Centre for Employees Ownership, édité par S.S. Rodrick, Oakland, Californie, p. 163-212
- WORRELL D.L., DAVIDSON W.N., CHANDY P.R. et GARRISON S.L. (1986), " Management Turnover through deaths of key executives : effects on investor wealth ", *Academy of Management Journal*, vol. 29, n° 4, p. 674-694.
- YERMACK D. (1995), "Do corporations award CEO stock options effectively ?", *Journal of Financial Economics*, vol. 39, n° 2-3, p. 237-269.
- YERMACK D. (1997), " Good Timiming : CEO Stock Option Awards and Company News Announcements ", *Journal of Finance*, vol. 52, n° 2, p. 449-476.