



# LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS SOUS FORME D' ACTIONS ET DE *STOCK OPTIONS*

PHILIPPE DESBRIÈRES\*

Une croissance économique soutenue et la performance des marchés boursiers ont conduit de très nombreuses firmes à introduire des plans d'actionnariat et d'option sur actions (POA ou *stock options*) ou à accroître leur importance dans le panier de rémunération de leurs dirigeants. Ces mécanismes sont de plus en plus controversés, compte tenu des montants en jeu<sup>2</sup>. On assiste à une opposition croissante des actionnaires réunis en assemblée générale. De moins de 4 % il y a une décennie, la proportion moyenne des votes « contre » l'adoption de POA atteint à présent 20 % aux Etats-Unis et, dans certains cas, les plans ont été modifiés et les administrateurs remplacés. Les contestations dépassent largement les actionnaires pour impliquer d'autres parties prenantes comme les salariés et leurs syndicats, les milieux politiques... Ainsi, des pratiques de rémunération jugées abusives ont entraîné des polémiques retentissantes aux USA, au Royaume-Uni, au Canada, ainsi qu'en France à la suite des offres publiques sur Paribas et Elf Aquitaine, lorsque les gains potentiels des *stock options* détenues par les présidents sortants ont été rendus publics. A ce titre, une réforme des POA français est toujours à l'étude.

Cet article<sup>1</sup> vise à alimenter les réflexions ayant actuellement cours sur le bien-fondé

de ces formules de rémunération, en portant un intérêt particulier aux pratiques observées, à leurs finalités et à leurs conséquences économiques, politiques, sociales, culturelles... finalement à leur dimension éthique. Pour ce faire, nous nous référerons au courant téléologique de la pensée éthique, qui propose que chaque acte soit évalué en fonction de ses conséquences pour l'acteur ou pour autrui, plutôt qu'aux approches déontologiques, plus déterministes et normatives, dont le contenu est dès lors peu universaliste<sup>3</sup>. Suivant ce premier courant, nous étudierons dans une première section les conséquences pour les actionnaires, qui en prennent la décision, de l'adoption de ces formules de rémunération. L'analyse sera poursuivie dans la seconde section en examinant les implications de l'actionnariat des dirigeants pour les autres parties prenantes de l'entreprise (dirigeants, salariés, prêteurs...).

## INCIDENCES DES PLANS D' ACTIONNARIAT ET D' OPTIONS POUR LES ACTIONNAIRES

Les principales conséquences de ces formules de rémunération, pour les action-

\* Professeur, Université de Bourgogne.

naires, tiennent au fait qu'elles permettent une amélioration des performances des firmes et favorisent la politique de recrutement, de motivation et de fidélisation des dirigeants.

### Accroissement de la performance à long terme des firmes

Le recours à l'actionnariat des dirigeants et aux POA est généralement étudié dans le cadre conceptuel de la théorie de l'agence, qui analyse les relations contractuelles entre dirigeants et actionnaires. La convergence de leurs intérêts est théoriquement assurée par le système de contrôle du dirigeant, ou système de gouvernance de la firme<sup>4</sup>. Dans ce cadre d'analyse, les formules d'actionnariat seraient particulièrement efficaces puisqu'elles incitent les *managers* à maximiser la valeur des actions de la firme qu'ils gèrent. D'ailleurs, les investisseurs et les conseils d'administration exigent de plus en plus que la rémunération des *managers* contribuant significativement au processus de création de richesse, soit étroitement et durablement liée à la performance financière de la firme. On voit alors se réduire la proportion *fixe* et à *court terme* (salaires et primes) et/ou s'accroître la part *variable/aléatoire* et à plus *long terme* (actions, options...) de leur rémunération.

Plusieurs auteurs anglo-saxons ont mesuré une réaction favorable du marché boursier à l'annonce de l'adoption de plans d'actionnariat et d'options. Ainsi, les investisseurs anticipent le fait que cette politique leur sera profitable. Ces anticipations sont confirmées par d'autres études qui montrent que ces modes de rémunération incitent les *managers* à prendre des décisions financières conformes aux intérêts des actionnaires, donc à créer davantage de richesse actionnariale, et ce particulièrement dans les firmes caractérisées par une forte asymétrie d'information entre actionnaires et dirigeants. Toutefois, plusieurs

travaux soulignent la faiblesse du lien entre la rémunération des *managers* et la performance de la firme, ainsi que la difficulté à établir un sens de causalité entre elles<sup>5</sup>.

Les modalités contractuelles des formules d'actionnariat définies par le conseil d'administration contribuent à expliquer ces derniers résultats, particulièrement dans le cas des POA. En effet, lorsque le prix des actions vient à chuter fortement en dessous du prix d'exercice des options, certaines firmes prévoient d'annuler celles antérieurement attribuées pour adopter un nouveau plan conforme au cours actuel de l'action. Cette pratique est très ambivalente et peut nuire au rapprochement des intérêts des dirigeants et des actionnaires, puisqu'elle neutralise l'incidence défavorable de la chute des cours pour les premiers, alors que les seconds essuient une perte. D'autres entreprises font bénéficier les *managers* de la possibilité de *recharger* leur option (*reload option*) lorsqu'après avoir exercé celle-ci, ils conservent les actions ainsi acquises durant une période minimale prédéfinie. Or, quoiqu'elle encourage l'actionnariat chez les dirigeants intéressés, cette pratique n'est pas directement liée à la performance réalisée par la firme.

Enfin, les actions et *stock options* n'étant pas enregistrées en comptabilité, celles-ci risquent d'être considérées comme « gratuites » et attribuées avec une certaine démesure, réduisant alors le lien entre la performance financière et la rémunération des *managers*. Pour pallier cet inconvénient, une récente norme comptable américaine impose aux entreprises cotées de publier la valeur des options allouées dans le compte de résultat ou en annexe des états financiers. En fait, bien qu'elles n'obèrent pas la capacité bénéficiaire de la firme, ces formules de rémunération sont coûteuses : elles entraînent une dilution des droits des actionnaires sur la richesse créée et de leurs droits de vote. C'est pourquoi les POA limitent souvent cette dilution, tant en Amérique du Nord qu'en France.



### Facilitation de la stratégie de recrutement et de fidélisation des dirigeants

Les salaires et les primes ont une influence limitée sur le recrutement et la motivation des *managers* dans la mesure où leur progression est limitée, alors que les formules d'actionnariat permettent de réaliser des gains substantiels assortis d'avantages fiscaux (impôts réduits ou reportés). Ainsi, la valeur potentielle importante des actions et des *stock options* octroyées est généralement un atout pour attirer les meilleurs éléments, pour les motiver et les inciter à contribuer à la création de valeur actionnariale.

Les formules d'actionnariat et les plans d'options favorisent aussi la fidélisation des managers. En effet, la perspective de réaliser un gain financier, si les actions prennent de la valeur, les retient dans l'entreprise. La revente des actions acquises ne s'effectuant généralement qu'après plusieurs années (d'autant plus que des périodes d'indisponibilité des *stock options* et d'inaccessibilité des actions détenues sont imposées<sup>6</sup>), les *managers* doivent demeurer en fonction dans la firme pour réaliser ce gain. Ce mécanisme combinant incitation et coercition est nommé « menottes dorées » (*golden handcuffs*).

Il apparaît finalement qu'une politique de rémunération intégrant ces mécanismes favorise la création de valeur pour les actionnaires et ne permet l'enrichissement des *managers* que si la valeur actionnariale s'accroît. De plus, du fait des importants gains financiers espérés, voire de leur valeur symbolique, les plans d'actionnariat et les POA constituent un outil précieux de la politique de recrutement, de motivation et de fidélisation des dirigeants et des cadres. Cette analyse est corroborée par la pratique, les firmes françaises déclarant adopter un POA pour : motiver et inciter les *managers* à haut potentiel à améliorer les résultats futurs de l'entreprise ; attirer

et fidéliser les meilleurs éléments ; récompenser les performances individuelles ; inciter les décideurs à se préoccuper de la performance à long terme de l'entreprise.

### INCIDENCES DE L'ACTIONNARIAT POUR LES AUTRES PARTIES PRENANTES

Distinguons les conséquences de l'utilisation des formules d'actionnariat pour les dirigeants, qui pilotent le processus de création et de répartition de la richesse, de celles concernant d'autres parties prenantes comme les salariés, les prêteurs...

#### Le changement du niveau de risque supporté par les dirigeants

Si elle leur permet de s'approprier une part de la rente qu'ils ont contribué à créer, l'attribution d'actions et d'options accroît le risque assumé par les dirigeants puisque leur fortune dépend dorénavant de la performance de l'entreprise, alors qu'ils y ont déjà placé leur capital humain. Une telle concentration dans la firme de ces investissements peut pousser les dirigeants à adopter deux comportements extrêmes : prendre les décisions les moins risquées (pour sécuriser leur position) ou au contraire les plus risquées (afin de maximiser la valeur de leurs titres). Dans ce contexte, il n'est pas certain que ces formules d'actionnariat favorisent l'alignement des intérêts des *managers* sur ceux des actionnaires, et l'accroissement de la performance à long terme des firmes qu'ils gèrent.

Par ailleurs, selon la théorie prospective de la prise de décision, dans un contexte où des gains sont assurés, la plupart des individus ressentent une aversion pour le risque. Ainsi, dès lors que la valeur des

actions est supérieure à leur prix d'achat ou au prix d'exercice des *stock options*, le dirigeant aurait tendance à prendre des décisions prudentes, conservatrices, étant donné que la probabilité qu'il réalise *in fine* un gain est très élevée. Ces formules de rémunération pourraient donc accroître l'aversion pour le risque des *managers* et les dissuader, là encore, de prendre les décisions favorables aux actionnaires. Dans le cas particulier des POA, on comprend ici pourquoi l'octroi d'une réduction de prix<sup>7</sup> peut être contre-incitatif. Pour qu'existe une relation forte et durable entre la performance des firmes et la rémunération de leurs dirigeants, le prix d'exercice devrait être un objectif à terme ambitieux pour assurer un accroissement satisfaisant de la richesse des actionnaires, et réaliste pour être dépassé et offrir le gain recherché à ces *managers*.

Une autre conséquence est liée au fait que la performance boursière de la firme, qui est influencée par plusieurs facteurs sur lesquels ils n'ont aucun contrôle ou qu'ils maîtrisent peu, est loin d'être un critère idéal pour évaluer la gestion des dirigeants de firmes soumises au risque systématique du marché boursier, ou dont la performance est cyclique ou tributaire du prix et de la disponibilité de matières premières, de compétences humaines... Des critères qualitatifs (habiletés de *leadership* et de communication...) devraient aussi être pris en compte ainsi que la performance individuelle, une fois les actions et options octroyées. Se pose donc la question de la pertinence de celles-ci comme mécanisme d'incitation des dirigeants à la performance. Une solution consiste à offrir une combinaison d'actions, d'options, et de primes fondées sur des mesures comptables de la performance ou à gérer les formules d'actionnariat en ne considérant pas la fluctuation *absolue* du prix des actions mais leur fluctuation *relative* en comparaison de concurrents<sup>8</sup>. Il est aussi possible de relier directement l'octroi

de ces rémunérations à la performance individuelle ou collective des *managers*. Ainsi, près de 60 % des entreprises françaises ayant adopté un POA utilisent la performance individuelle comme critère d'attribution des options et près de la moitié les octroient en fonction du potentiel du bénéficiaire.

Les réponses apportées à ces problèmes sont d'importance car elles conditionnent l'équité perçue des formules d'actionnariat comme dispositif de partage de la richesse créée ainsi que la relation qu'elles entretiennent avec la performance individuelle, ces deux dimensions étant des facteurs essentiels de l'implication des *managers* concernés.

### Actionnariat, *stock options* et stabilité de la coalition organisationnelle

Le principe de rationalité implique que le dirigeant cherche à maximiser non pas la valeur globale de la firme, mais la part qui lui revient de façon à accroître la valeur de son capital managérial. Cependant, même s'il dispose d'une grande latitude et que le pouvoir de négociation des différentes parties prenantes ou *stakeholders*<sup>9</sup> est faible, il n'a pas intérêt à s'approprier la totalité de la valeur créée non affectée. En effet, dans une perspective dynamique, c'est le réinvestissement de celle-ci qui permettra d'augmenter la rémunération des *stakeholders* déterminants dans le processus de création de valeur, renforcera la solidité et la productivité de la coalition organisationnelle et consolidera ainsi sa position<sup>10</sup>.

Un partage de la valeur, notamment au travers de l'attribution d'actions et de *stock options*, qui apparaîtrait trop favorable au dirigeant et déconnecté de l'évolution des rémunérations d'autres *stakeholders*, pourrait provoquer des conflits importants et entraîner une baisse



de la valeur globale, par exemple par une désincitation des salariés. Plus mécaniquement, l'accroissement des risques imputable aux décisions prises par le dirigeant ainsi intéressé à la performance financière de la firme peut, de même, provoquer des divergences d'intérêts entre celui-ci et d'autres apporteurs de ressources, comme les prêteurs, les salariés..., compte tenu des transferts de richesse qui peuvent en résulter et qui diminuent la valeur de leurs créances. Au total, si elle contribue à réduire les conflits entre actionnaires et dirigeants, cette politique de rémunération peut se révéler contre-efficace, car elle favorise l'accroissement de la valeur pour ces derniers au détriment de la valeur globale, et court-termiste, car provenant de transferts dommageables aux autres *stakeholders*, elle ne peut être que provisoire, contre-incitative, et mettre en cause la stabilité de l'équilibre organisationnel.

Pour éviter ces dysfonctionnements, il est souhaitable là encore que les dirigeants soient jugés non pas sur la seule rentabilité des capitaux propres mais en fonction de la valeur globale sécrétée, et sur des critères qui permettent d'appréhender, au moins indirectement, le lien avec la politique d'investissement<sup>11</sup>. De plus, les mécanismes de gouvernance constitués par l'alourdissement de la fiscalité, les recommandations au sujet des comités de rémunération et d'audit et d'une communication plus transparente, les positions et le *lobbying* des organisations syndicales, ainsi que les campagnes de presse soulignant le caractère « abusif », opaque et coûteux sociale-

ment de ces formes de rémunérations des dirigeants peuvent se justifier au sens où ils permettent de réduire les conflits entre les *stakeholders*. Il en va de même au sujet de la pratique de l'actionnariat des salariés comme moyen de réduire l'iniquité perçue entre d'une part, la rémunération élevée des dirigeants et les fortes plus-values des actionnaires et, d'autre part, la faible augmentation des salaires et des avantages sociaux des employés observée au cours de ces dernières années.

S'il est important de rémunérer les dirigeants en fonction de leur capital managérial, il semble qu'avec les années, leur rémunération, au 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.

Cet article met en évidence les dimensions les plus importantes à prendre en compte pour donner à la politique de rémunération des dirigeants un fort contenu éthique. En intégrant une réflexion continue sur les conséquences multiples de celle-ci, il apparaît nécessaire que les firmes « ...ne considèrent pas uniquement leur avantage immédiat mais pensent au long terme ; ...essaient d'optimiser les relations multiples qu'elles ont avec ceux qui leur fournissent leurs ressources ou avec ceux sur lesquels elles ont un impact direct ou indirect ; ...reconnaissent non seulement leur rôle économique, mais aussi leur responsabilité sociale... »<sup>12</sup>.

## NOTES

1. Pour de plus amples développements sur les aspects théoriques et empiriques présentés dans cet article, se reporter à Desbrières (1997, 1999) et à Desbrières, Magnan et Saint-Onge (2000).
2. Leur part dans la rémunération globale des *managers* atteint 30 à 40 % au Canada et, aux Etats-Unis, la valeur des options octroyées représente en moyenne de 110 % à 300 % du salaire annuel des bénéficiaires.
3. Cf. Bergmann, 1997.
4. Pour une synthèse des travaux anglo-saxons et français dans le domaine, lire Charreaux (1997).
5. On ne sait pas encore si c'est l'adoption de ces plans d'options ou d'actions qui influence les décisions des *managers* ayant pour effet d'accroître la valeur créée, ou inversement, si ce sont ces derniers qui, anticipant des conditions économiques favorables, sont plus enclins à être ainsi rémunérés pour pouvoir s'enrichir.
6. En France, un POA sur deux précise une période (de deux à cinq ans) durant laquelle la levée des options est interdite. L'inaccessibilité des actions ainsi acquises ne peut excéder trois ans.
7. Contrairement aux USA où les *stock options* sont émises à un prix d'exercice égal au cours de bourse de l'action sous-jacente, plus de 80 % des POA français offrent une réduction de prix.
8. Cette pratique permet de lier la rémunération des dirigeants à la performance boursière spécifique (hors évolution du marché) de la firme et de ne pas sanctionner ces derniers en cas d'évolution défavorable du marché indépendante de la qualité de leur gestion et de la situation particulière de l'entreprise.
9. Agents dont l'utilité est affectée par les décisions de la firme.
10. Cf. Charreaux et Desbrières, 1998.
11. Cf. Charreaux et Desbrières, 1998.
12. Cf. Bergmann, 1997.

## BIBLIOGRAPHIE

- BERGMAN A., *Ethique et gestion*, in : Encyclopédie de Gestion, sous la direction de SIMON Y. et JOFFRE P., Paris, Economica, p. 1239-1253, 1997.
- CHARREAUX G. (ed.), *Le gouvernement des entreprises*, Paris, Economica, 1997.
- CHARREAUX G. et DESBRIERES P., *Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale, Finance, Contrôle, Stratégie*, vol. 1, n°2, p.57-88, 1998.
- DESBRIERES P., *La participation financière des salariés et ses incidences sur la performance et l'organisation interne de l'entreprise*, in : *Le gouvernement des entreprises*, CHARREAUX G. (ed.), Paris, Economica, p. 361-395, 1997.
- DESBRIERES P., *Motifs et conséquences de l'adoption des stock options*, *Banque et Marchés*, n° 43, p. 5-17, 1999.
- DESBRIERES P., MAGNAN M., SAINT-ONGE S., *Les plans d'options sur action : théorie et pratique*, in : *Les rémunérations : politiques et pratiques pour les années 2000*, sous la direction de PERETTI J.-M. et de ROUSSEL P., Paris, Vuibert, p. 135-160, 2000.