

Les options d'achat d'actions comme instrument de  
rémunération des hauts dirigeants

Réjean Belzile, Ph.D.

Courriel : [belzile.rejean@uqam.ca](mailto:belzile.rejean@uqam.ca)

Chantal Viger, Ph.D.

Courriel : [viger.chantal@uqam.ca](mailto:viger.chantal@uqam.ca)

Novembre 2001

## Introduction

Les montants inouïs encaissés au cours des dernières années par certains hauts dirigeants de sociétés au titre de leur rémunération continuent d'attiser le débat entre leurs défenseurs qui affirment que ce n'est qu'une juste rétribution pour leur performance et leurs pourfendeurs qui crient au scandale. Cette escalade salariale a coïncidé avec l'attribution à grande échelle des options d'achat d'actions comme élément de rémunération des dirigeants. L'objectif de ce document est de faire le point sur les avancées de la recherche sur certains aspects de la stratégie de rémunération des hauts dirigeants, particulièrement le recours aux options. Il se divise en trois parties : la première discute de la stratégie de rémunération des hauts dirigeants, la seconde traite des options d'achat d'actions comme élément d'une stratégie de rémunération et la dernière partie aborde la question de la réduction du prix d'exercice des options.

Les recherches récentes sur le sujet ont été très majoritairement conduites à l'aide de données américaines. Néanmoins, leurs conclusions peuvent vraisemblablement s'appliquer au modèle canadien qui est fondé sur la conception américaine en matière de rémunération des hauts dirigeants.

## La stratégie de rémunération des hauts dirigeants

Après une revue des éléments courants de la rémunération des hauts dirigeants et de l'évolution récente en la matière, nous traiterons dans cette section du rôle de la politique de rémunération des dirigeants des sociétés par actions à la lumière de la théorie de l'agence. Nous abordons ensuite le rôle controversé des conseils d'administration dans la détermination des rémunérations. Nous concluons cette section par une discussion sur le lien entre rémunération et performance ainsi que sur le caractère incitatif des régimes de rémunération axés sur la performance.

### **Éléments courants de la rémunération globale des hauts dirigeants**

La rémunération globale des hauts dirigeants constitue un dosage d'éléments destinés à attirer, récompenser, motiver et fidéliser les gestionnaires de talent. Cet assemblage comprend généralement un salaire de base, un programme d'intéressement à court terme, un programme d'intéressement à long terme, un ensemble d'avantages sociaux et certains programmes particuliers.

#### Salaire de base

La rémunération fixe est généralement déterminée relativement à la moyenne de l'industrie pour un poste comportant des responsabilités similaires. On procède généralement à un ajustement en fonction de la taille de l'entreprise mesurée par les revenus ou la capitalisation boursière. D'autres composants de la rémunération globale telles que les primes sont généralement établis en proportion du salaire de base.

Programme d'intéressement à court terme sous forme d'une prime annuelle

Cette prime est généralement déterminée en fonction des performances financières de la société. Un plan typique prévoit qu'aucune prime ne sera versée à moins que la performance n'atteigne un certain seuil. La réalisation de ce standard donne lieu au versement d'une prime minimum. S'ajoute à cette dernière un montant additionnel calculé en fonction du degré d'atteinte d'un objectif cible de performance. Le contrat de travail fixe en général un niveau maximum pour la prime. La marge entre la prime minimum et maximum constitue la zone d'incitation où le montant varie en fonction de la performance.

La prime peut être reliée à un éventail de critères financiers comme le niveau ou taux de croissance du bénéfice net, du bénéfice d'exploitation, de la valeur économique ajoutée, du bénéfice par action et autres critères similaires. Aux critères comptables peuvent s'ajouter des éléments qualitatifs tel que le degré de satisfaction de la clientèle. L'objectif cible reflète des standards internes à la société (budget ou objectifs spécifiques fixés par le conseil d'administration) ou sont établis en fonction des performances d'entreprises de l'industrie présentant des caractéristiques similaires (marché de référence).

Programme d'intéressement à long terme

Ce programme prend généralement la forme d'un régime d'options d'achats d'actions, d'un régime d'incitation à l'actionnariat (actions temporairement inaliénables) ou d'un régime d'options d'achat fictives (régime de droit à la plus-value des actions). Les objectifs avoués de ce volet de la rémunération sont d'aligner les intérêts des hauts dirigeants sur ceux des actionnaires et de fidéliser les employés clés.

Les options d'achat d'actions donnent le droit d'acheter des actions ordinaires de la société à un prix stipulé d'avance (prix de levée ou de souscription) et pendant une période déterminée. Dans le cadre des régimes d'actions à négociation restreinte (ou temporairement inaliénables), des actions sont octroyées aux dirigeants à titre d'incitatif à long terme. Les restrictions portent sur le droit de vente et de transfert de ces titres pendant une certaine période. Le détenteur peut en disposer lorsque la période de restriction est terminée. Les régimes d'options d'achat fictives prévoient le versement de primes aux hauts dirigeants dont le montant est établi en fonction de la hausse de la valeur d'un nombre déterminé d'actions ordinaires de la société. Ce mécanisme produit le même montant de rétribution que le régime d'options d'achat d'actions pour le participant à la différence que la prime est payée en espèces et que la société n'a pas à émettre de nouvelles actions.

Avantages sociaux

Ils comprennent les éléments habituels de protection offerts par les employeurs : assurance-vie, assurance invalidité, assurance maladie et régime de retraite.

Programmes particuliers

Ils consistent en avantages visant à répondre aux besoins particuliers des hauts dirigeants (prêts à taux favorable, voiture de fonction, indemnités de représentation, service de planification financière personnelle, cotisations à des clubs et autres). Ils prennent aussi souvent la forme d'une entente qui assure que si, suite à une prise de contrôle non sollicitée ou hostile, l'acquéreur ou le haut dirigeant met fin à son emploi, ce dernier aura droit à une indemnité de départ équivalant à quelques années de salaire annuel (parachute doré).

**Évolution récente en matière de rémunération des hauts dirigeants**

Les statistiques abondent au sujet de l'explosion du niveau de rétribution des hauts dirigeants des grandes sociétés. L'étude de Towers Perrin (2000) rapporte une rémunération moyenne de 752 228 \$ US pour le Président Directeur Général (PDG) d'une grande société au Canada<sup>1</sup>. Les augmentations y ont été spectaculaires entre 1996 et 2000, la rémunération moyenne globale passant de 437 796 \$US à 752 228 \$US. Des 25 pays couverts par l'étude de Towers Perrin, les États-Unis sont celui où la rémunération moyenne du PDG est la plus élevée, le Canada se classant au troisième rang :

Pays	Rémunération totale (dollars US)
Etats-Unis	1 403 829 \$
Argentine	860 704 \$
Canada	752 228 \$
Royaume-Uni	719 665 \$
Mexique	648 695 \$

Source : Towers Perrin, 2000

<sup>1</sup> Entreprises industrielles ayant un chiffre d'affaires annuel d'environ 500 millions de dollars américains. Watson Wyatt (2000) rapporte une rémunération moyenne de 1 200 000 \$ dans les sociétés performantes du TSE 300 et de 925 000 \$ dans celles à faible performance.

Les statistiques confirment que la croissance de la rémunération des hauts dirigeants s'est accélérée au cours de la dernière décennie. Alors que la rémunération totale du PDG canadien équivalait en 1996 à 13 fois la rémunération totale de l'ouvrier d'usine qualifié (Towers Perrin, 1996), ce multiple est passé à 20,7 en 2000<sup>2</sup>. Une étude conjointe par Institute for a Fair Policy et United for Fair Economy (Anderson et al., 2001) compare la progression de la rémunération du PDG américain à celle d'autres indicateurs économiques :

Indicateur (États-Unis)	Croissance entre 1990 et 2000
Rémunération du PDG	+ 571 %
Rémunération moyenne du travailleur	+ 37 %
Indice boursier (S&P 500)	+ 300 %
Bénéfices des corporations	+ 114 %
Indice des prix à la consommation	+ 32 %

Source : Anderson et al., 2001

Cette croissance substantielle de la rémunération globale des hauts dirigeants de sociétés a coïncidé avec une augmentation de sa portion variable. Au Canada, cette tranche variable représentait, en 2000, 130 % du salaire de base du PDG (Towers Perrin, 2000).

D'autres éléments notables documentés par les recherches au sujet de la rémunération des hauts dirigeants sont la convergence croissante des politiques de rémunération entre les pays ainsi que le lien positif entre le niveau de rétribution et la taille de la firme (Murphy, 1998).

Alors que les associations d'actionnaires, les mouvements syndicaux, différents groupes de pression sociaux ainsi que les journaux joignent leur voix<sup>3</sup> pour dénoncer le niveau de rémunération abusif de nombreux hauts dirigeants de sociétés américaines comme canadiennes, les rangs des supporteurs sont plutôt

<sup>2</sup> Calcul effectué par les auteurs à partir des données de Towers Perrin (2000).

<sup>3</sup> Les grands investisseurs institutionnels sont pratiquement absents de ce débat public.

clairsemés. Leur répartition se limite souvent à les justifier par le fait qu'ils reflètent la pratique de l'industrie ou à les comparer aux salaires des sportifs professionnels ou stars de cinéma, ce qui n'est pas pour apaiser les oppositions. On enrobe souvent ce type d'argumentation dans un vocabulaire technique—concurrence, groupe de référence, benchmark, capacité à conserver les talents rares, intéressement à court terme, intéressement à long terme, mondialisation et autres pareils— qui, à défaut d'être convaincant, sert à mystifier et clore les discussions aux assemblées d'actionnaires.

La question de la légitimité du niveau de rémunération ne se résout par à l'aide d'équations ou de modèles, si bien que les chercheurs laissent à d'autres le soin de juger de son caractère équitable ou légitime. Les recherches tentent plutôt d'évaluer l'impact sur les comportements de la disparité croissante entre le niveau de rémunération des membres de la haute direction et celle autres cadres et employés de l'entreprise. Une école de pensée considère que cette disparité constitue un puissant incitatif à la performance pour les autres personnels de la firme. Selon Lazear et Rosen (1981), ces rémunérations faramineuses ne constitueraient pas une récompense pour le travail actuel, mais la rétribution des longues heures de labeur alors que les hauts dirigeants actuels aspiraient aux plus hauts postes. Ainsi, elles motiveraient, non pas les membres de la haute direction à qui on les verse, mais les cadres qui aspirent à les remplacer un jour (théorie du tournoi<sup>4</sup>). Une perspective psychologique arrive à une conclusion contraire argumentant qu'une forte disparité, parce qu'elle est perçue comme inéquitable, est source de démotivation pour les autres employés et résulte en une baisse du moral et de la productivité.

### **Théorie de l'agence et rémunération**

La théorie de l'agence façonne les analyses au sujet de la rémunération des hauts dirigeants dans les milieux d'affaires et au sein de certaines disciplines académiques (économie, finance et comptabilité). Selon cette théorie les gestionnaires des sociétés par actions sont les mandataires des actionnaires qui leur délèguent la responsabilité de gérer l'entreprise dans leurs intérêts (maximisation de la valeur de leur investissement). Ce mandat implique un risque moral dû au comportement opportuniste du gestionnaire qui est présumé agir en fonction de ses intérêts personnels (utilisation des ressources de l'entreprise pour accroître son bien-être personnel et son prestige, maximisation de sa

---

<sup>4</sup> À titre d'illustration, dans la Circulaire de la direction pour l'assemblée annuelle du 6 mars 2001 de la Banque Scotia, le comité des ressources humaines énonce comme un des cinq objectifs poursuivis par la politique de rémunération de la haute direction : «encourager les employés talentueux au sein de la Banque à aspirer à des postes de direction» page 14.

rémunération, priorité au court terme au détriment de la prospérité à long terme de la société et autres) qui, en diverses circonstances, divergent de ceux des actionnaires. Ce risque de comportement opportuniste tient au fait que l'actionnaire ne peut observer la conduite du gestionnaire dans ses décisions et actions quotidiennes et qu'il n'a pas accès aux mêmes informations que son agent (asymétrie de l'information). La théorie de l'agence fait donc peu de place à des motivations comme le sens du devoir et des responsabilités des dirigeants. On se préoccupe surtout d'élaborer un contrat entre les parties qui élimine les coûts reliés aux comportements opportunistes de l'agent et assure une collaboration efficace de sa part.

Deux avenues sont privilégiées pour restreindre les comportements opportunistes des gestionnaires et ainsi réduire les conflits d'agence : une surveillance visant à contrôler leurs actions (actionnaires, créanciers, salariés et conseil d'administration se répartissent la tâche) et le recours à un système de rémunération incitative visant à orienter leurs actions. Parallèlement aux mouvements pour renforcer les pratiques de régie d'entreprise, on a observé dans la dernière décennie une évolution vers un régime de rémunération des hauts dirigeants de société à caractère variable et présumé incitatif. Ce dernier développement aurait permis de relier plus étroitement rémunération et performance.



## **Le conseil d'administration et la rémunération des hauts dirigeants**

La controverse au sujet de la rémunération des hauts dirigeants est attribuable en partie au fait qu'on soupçonne le PDG de la société de fixer lui-même le régime et le niveau de sa rémunération. Cette perception est renforcée par des reportages publiés par les grands magazines d'affaires mettant à jour l'ineptie et la docilité des administrateurs siégeant au comité chargé de déterminer la rémunération des hauts dirigeants. Mentionnons un dossier publié par la revue Fortune (juin 2001) dans lequel on affirme que la rémunération des chefs de direction est hors contrôle parce que les membres du comité de rémunération ne font pas le travail et que les conseillers externes en rémunération, qui servent de caution en matière de rémunération des hauts dirigeants, sont en situation conflictuelle lorsqu'ils sont payés par la direction pour conseiller sur la rémunération de la même direction. L'article énonce que la rémunération des dirigeants est devenue du vol de grands chemins. Même les articles scientifiques, en des termes plus retenus, concèdent que les chefs de direction et autres dirigeants exercent une influence à la fois sur le régime et le niveau de leur rémunération (Murphy, 1998). Cependant, il est impossible de tirer des conclusions claires des quelques recherches empiriques qui portent sur un lien entre la composition du comité de rémunération et le niveau de rémunération de la direction (Murphy, 1998).

Voici quelques suggestions qui ont émergé des débats pour améliorer les probabilités que le conseil d'administration prenne le contrôle effectif en vue de l'amélioration de la politiques de rémunération des hauts dirigeants :

- Le conseil d'administration (et son sous-comité de rémunération) devrait lui-même arrêter la stratégie et politique de rémunération des hauts dirigeants et non simplement approuver les recommandations émanant de la direction;
- Le conseil d'administration devrait établir une politique de rémunération et des critères de performance explicites et précis qui assurent que le niveau de rémunération sera relié solidement aux performances des hauts dirigeants. Cette politique ainsi que les critères devraient être soumis à l'assemblée des actionnaires;
- Seuls des administrateurs non reliés devraient siéger au sous-comité de rémunération;
- Lorsque le conseil d'administration requiert les services de conseillers extérieurs en rémunération, c'est le conseil qui devrait directement les recruter et recevoir leur rapport;
- Les actionnaires devraient intensifier leurs efforts pour convaincre les grands investisseurs institutionnels de participer au débat public. Plusieurs sont

convaincus que l'implication des «institutionnels» est une condition requise pour que les actionnaires acquièrent une certaine influence sur les politiques de rémunération des dirigeants des sociétés par actions<sup>5</sup>.

### **Relation entre rémunération et performance**

Les grandes sociétés élaborent des régimes de rémunération complexes afin de mieux relier le niveau de rémunération à la performance. Certains insistent sur le fait que la question pertinente n'est pas le niveau absolu de la rémunération des dirigeants, mais de savoir si elle reflète réellement la performance. Il convient de préciser que ce lien recherché entre rémunération et performance réfère à la performance des actions de la société et non à la performance managériale du dirigeant. Cette conception présume implicitement que les mouvements boursiers de l'action sont directement reliés à la qualité de la gestion des hauts dirigeants. C'est en ces termes que de nombreuses études empiriques ont testé l'intensité du lien entre rémunération et performance. Les discussions actuelles s'effectuent en référence à deux études importantes qui ont produit des conclusions divergentes. Il s'agit des travaux de Jensen et Murphy (1990) et ceux de Hall et Liebman (1998).

La première étude (Jensen et Murphy, 1990) concluait que la rémunération des PDG (américains) était indépendante des performances de leur firme. Les auteurs ont déterminé que les PDGs recevaient 3,25 \$ pour 1 000 \$ de création de valeur en faveur des actionnaires. Selon eux, un partage aussi mince constitue un mécanisme de gouvernance déficient car il offre peu d'incitatif aux dirigeants à gérer les actifs de façon économique, d'où le titre de leur document à l'effet que les PDG étaient payés comme des bureaucrates.

Cette conclusion est réfutée par la seconde étude (Hall et Liebman, 1998) qui démontre que, si on la mesure autrement, on constate que la rémunération des PDG est liée à la création de valeur pour les actionnaires. Selon les auteurs, l'erreur des études antérieures a été de limiter la mesure de la rémunération au salaire et primes en ignorant la partie la plus importante, soit la détention des actions et des options sur les actions de l'entreprise. Si on s'en tient à une mesure étroite de la rémunération, il est vrai que le lien rémunération-performance est très faible. Cependant, en tenant compte des actions et options détenues, on constate que la rémunération des PDG n'est pas celle de bureaucrates. Hall et

---

<sup>5</sup> Une étude portant sur 168 propositions d'actionnaires dans les années 1993-1997 aux Etats-Unis conclut néanmoins que les conseils d'administration sont sensibles aux griefs des actionnaires concernant la rémunération des PDG lorsque que le sujet est présenté comme un problème de régie d'entreprise (Randall et Martin, 1999).

Liebman (1998) attribuent leur conclusion différente de celle de Jensen et Murphy (1990) à deux raisons principales. La première tient à leurs données qui sont plus récentes soit sur la période 1980-1994 contre 1969-1983 pour Jensen et Murphy. Elles reflètent ainsi mieux l'importance accrue des options dans les régimes de rémunération des hauts dirigeants. La seconde est que leur étude utilise un éventail plus large de mesures de sensibilité. Ainsi, Jensen et Murphy (1990) mesurent l'élasticité de la rémunération par rapport à la performance par la relation entre la variation de la richesse du dirigeant et la variation de la valeur totale de la firme. Une augmentation de plusieurs millions de dollars dans la richesse d'un dirigeant est alors minuscule en comparaison de l'augmentation de la capitalisation boursière de la société. Hall et Liebman ont utilisé quatre différentes mesures pour tester le lien entre la rémunération et la performance de la firme pour conclure que quelle que soit la mesure retenue, le lien entre rémunération et performance s'est resserré depuis 1980. Ainsi, l'analyse de leur échantillon a déterminé qu'alors qu'une augmentation de 10 % dans la performance de la firme accroît le salaire et les primes de seulement 23 000 \$ (accroissement d'environ 2 %), cette augmentation accroît la valeur médiane des actions et options détenues par les dirigeants de 1 250 000 \$ soit une augmentation 53 fois supérieure. La réévaluation des actions et options détenues compte pour 98 % de la relation entre rémunération et performance mesurée par les deux chercheurs. Hall et Liebman n'en concluent pas pour autant que les contrats sont efficaces ni que la sensibilité à la performance est suffisante, mais uniquement que le lien entre la rémunération et la performance existe.

L'étude de Zhou (2000) fait ressortir qu'alors que la relation entre la rémunération du PDG et la taille de la firme vaut aussi pour le Canada, l'élasticité de sa rémunération par rapport à la performance de l'entreprise y est moins forte que dans les firmes américaines.

Ces études appellent deux remarques qui sont reliées. La première est qu'alors qu'il est légitime de se référer à la performance boursière de l'action de la firme pour tester ce lien (la maximisation de la valeur au marché de l'action n'est-il pas l'objectif premier assigné généralement au gestionnaire des sociétés par actions), ces travaux ne prouvent pas que la performance boursière est principalement reliée à la performance du dirigeant et que ce système de rémunération reflète mieux le mérite du dirigeant. Plus de la moitié des mouvements des actions des sociétés sont collectifs car ils sont reliés à des facteurs exogènes d'ordre macroéconomique, sectoriel, psychologique et politique qui échappent au contrôle des dirigeants<sup>6</sup>. Une mauvaise comme une bonne performance boursière

---

<sup>6</sup> Le fondement du modèle du MEDAF (modèle d'évaluation des actifs financiers) repose sur la distinction entre le risque spécifique et le risque systématique de l'action de la société. Le premier réfère

peut être autant attribuable ou étrangère à la compétence et à la gestion du haut dirigeant. La seconde remarque est qu'il est vrai que le dirigeant qui détient un très grand nombre d'options voit sa richesse augmenter (même considérablement) lorsque le titre de sa société progresse et diminuer (même considérablement) lorsqu'il chancelle. Ces fluctuations de son patrimoine peuvent cependant s'avérer largement virtuelles dans la mesure où la durée de vie de ses options est longue. Les statistiques boursières montrent qu'au travers de cycles et de baisses temporaires, le marché boursier canadien a augmenté depuis 25 ans au rythme annuel moyen d'environ 9,5 %. À moins que sa société n'éprouve de sérieux problèmes particuliers qui compromettraient sa rentabilité à long terme, les dés sont pipés en faveur du dirigeant. Un régime d'options sur actions d'une durée de dix ans constitue une poule aux œufs d'or pour ses bénéficiaires.

**Caractère incitatif du régime de rémunération axé sur la performance**

La tendance à accroître la partie variable dans la rémunération globale des hauts dirigeants reflète le souci d'atténuer, voire de résoudre, les problèmes d'agence. C'est ainsi que les volets d'intéressement à court terme et à long terme prennent le pas sur la portion fixe de la rémunération globale. L'objectif d'aligner les intérêts des hauts dirigeants est clairement invoqué par les conseils d'administration des sociétés par actions pour justifier cette pratique. Il est dès lors légitime de se demander si un système de rémunération axé sur la performance motive les gestionnaires et résulte en de meilleures performances pour les entreprises.

La conception de ces régimes d'intéressement repose sur l'hypothèse tayloriste du pouvoir de motivation irrésistible des primes au rendement. Or, d'aucuns (ex : Kohn, 1993), manifestement minoritaires au sein des firmes de consultation en rémunération, rejettent cette prémisse et la présomption d'efficacité des systèmes de rémunération fondés sur la performance.

Comme le note Murphy (1998), nombreuses sont les études qui documentent les dysfonctionnements associés à des régimes de rémunération mal conçus mais rares sont celles qui ont établi une relation de cause à effet entre un système de rémunération lié à la performance et la progression du prix de l'action. Cette rareté s'explique par la difficulté de tester empiriquement cette relation. Murphy

---

aux fluctuations du titre attribuables à des facteurs propres à la firme et le second à celles attribuables à des facteurs exogènes affectant l'ensemble du marché.

<sup>7</sup> Fondé sur la progression de l'indice TSE 300 entre 1976 et 2000. Le taux de croissance annuel moyen pour les 5 années allant de 1996 à la fin de l'année 2000 a été de plus de 16 %.

conclut d'une analyse exhaustive des recherches empiriques sur le sujet que leurs résultats suggèrent que les incitatifs procurés par les régimes d'intéressement à long terme influencent les actions des gestionnaires et les performances des sociétés. Il ajoute cependant que ces résultats ne permettent pas de mesurer la rentabilité que peut en attendre une firme qui met sur pied un régime de rémunération liée de manière importante à la performance. Hall (1998) rapporte, qu'au terme d'entrevues avec des directeurs, PDG et consultants en rémunération, il doit en conclure que le caractère incitatif des régimes d'options d'achat d'actions est mal compris autant par les administrateurs et que par ceux à qui ces régimes s'adressent. « One of the most striking findings was the view that many CEOs and directors found stock option valuation to be a « black box » that they did not understand well. (...) In particular, there seems to be a bias toward valuing options according what they would be worth if exercised today.» (page 32). Cette constatation, si elle peut être généralisée, laisse sceptique sur les vertus incitatives des régimes d'options sur actions destinés aux hauts dirigeants.

## Les options comme élément de rémunération

Nous ouvrons cette section par quelques statistiques sur le recours croissant aux options d'achat d'actions comme élément de la stratégie de rémunération des hauts dirigeants de sociétés. Nous élaborons ensuite sur les particularités des options octroyées dans les régimes de rémunération, leur évaluation et le cadre réglementaire canadien qui influence le comportement des sociétés. Nous concluons par une discussion des objectifs visés et une rétrospective du débat actuel autour de cette pratique.

### Tendances récentes

Selon une étude de Towers Perrin (Towers Perrin, 2001) couvrant 22 pays, les programmes d'options sur actions sont la forme d'intéressement à long terme la plus fréquemment utilisée dans la plupart des pays et des types d'entreprise. Watson Wyatt (2001) rapporte que le facteur de dilution maximale<sup>8</sup> attribuable aux régimes d'options d'achat d'actions a augmenté dramatiquement au cours de la décennie 90 aux Etats-Unis pour atteindre une moyenne de 13 %. L'intensité d'utilisation des options varie selon les industries :

Industrie	Facteur de dilution maximale
Technologie	23 %
Soins de santé	17 %
Transport	14 %
Finance	13 %
Communications	10 %
Énergie	9 %
Moyenne	13 %

Source : Watson Wyatt, 2001

<sup>8</sup> Le facteur de dilution maximale est une mesure de l'intensité d'utilisation des options d'achat d'actions. Pour ce calcul, on considère le total du nombre d'options d'achat d'actions en circulation et de celui des options qui pourraient être attribuées dans le futur sans qu'il ne soit requis d'obtenir l'approbation des actionnaires. Ce total représente le maximum d'actions additionnelles qui devront potentiellement être émises par la société dans le cadre du régime d'options si toutes les options sont exercées. Le facteur de dilution maximale représente ce chiffre en pourcentage des actions actuellement en circulation.

Ces chiffres sont corroborés par les résultats de l'enquête du Investor Responsibility Research Center selon laquelle le facteur de dilution maximale s'est accru de façon importante entre 1997 et 2000 pour les entreprises regroupées dans l'indice du Standard & Poor's :

	Facteur de dilution maximale	
	1997	2000
S&P 500	10,0 %	13,1 %
S&P MidCap 400	10,5 %	13,9 %
S&P SmallCap 600	<u>13,8 %</u>	<u>16,8 %</u>
Total Super 1 500	11,6 %	14,6 %

Source : IRRC, 2001

La popularité croissante des régimes d'options sur actions comme outil de rémunération s'explique sans doute par leur contribution à la création d'une nouvelle catégorie de nouveaux riches. Les journaux ont diffusé d'innombrables reportages sur ces secrétaires, techniciens, informaticiens de firmes de la nouvelle économie devenus millionnaires en quelques années grâce aux options que leurs firmes leur avaient octroyées. Ce sont cependant les hauts dirigeants de ces sociétés comme ceux de l'ancienne économie qui se sont approprié la part congrue du pactole. Cette pratique de rémunération suscite d'incessantes discussions et fait l'objet de commentaires tant favorables que défavorables.

## **Particularités des options octroyées dans le cadre des régimes de rémunération**

Une option confère à son détenteur le droit d'acheter (ou de vendre) une quantité déterminée d'un sous-jacent à prix d'exercice stipulé d'avance soit à une date future déterminée (option de type européen) ou à n'importe lequel moment précédant une échéance préétablie (option de type américain<sup>9</sup>). Depuis longtemps existent des marchés organisés où se négocient des options portant sur un éventail de sous-jacents tels que des titres financiers, des marchandises et des devises. Dans les régimes de rémunération, il s'agit d'options d'achat d'actions ordinaires (le sous-jacent) de la société employeur. Ces options présentent certaines caractéristiques différentes des options émises dans les autres contextes. Les principaux éléments spécifiques aux options attribuées dans les régimes de rémunération sont généralement les suivants<sup>10</sup> :

- Le prix d'exercice est généralement égal au cours de l'action ordinaire à la date d'octroi de l'option;
- Elles ne peuvent être exercées qu'après une période d'attente dont la durée est fixée par l'employeur. Ce délai d'acquisition est généralement de 1 à 3 ans;
- Elles ne sont pas cessibles contrairement aux options régulières. Le détenteur peut donc soit les exercer ou les laisser s'éteindre à l'échéance;
- La durée de ces options est longue, allant jusqu'à 10 ans, ce qui excède la durée moyenne des options régulières (quelques mois à quelques années). Cependant, elles sont assujetties à une clause d'expiration anticipée dans certaines circonstances tel le départ de l'employé.

Lors de la levée de l'option<sup>11</sup>, le détenteur verse à la société le prix d'exercice stipulé et reçoit en échange une action ordinaire qu'il peut conserver ou vendre sur le marché boursier à son gré. La tendance chez les employés est d'exercer leurs options rapidement à l'expiration du délai d'acquisition (Huddart et Lang, 1996).

---

<sup>9</sup> Les deux types d'options se négocient sur chacun de ces territoires.

<sup>10</sup> Elles se conforment en cela aux exigences des politiques de la Bourse de Toronto (voir section suivante).

<sup>11</sup> La levée de l'option s'effectue seulement lorsque le cours de l'action est supérieur au prix d'exercice.



## Valeur des options

La rémunération sous forme d'options se distingue d'une rémunération en espèces à cause du caractère aléatoire du montant qui sera réellement encaissé dans le futur lorsque l'option sera exercée (si elle l'est éventuellement). Le montant de la rémunération sera égal à la différence entre le prix d'exercice convenu et le cours de l'action au moment de la levée. Attribuer des options est un peu comme attribuer le droit de participer à un tirage dont le montant est inconnu. Il peut se situer entre zéro et un montant positif inconnu qui sera déterminé par l'évolution du cours de l'action ordinaire de la société. Même si son caractère aléatoire rend difficile la détermination du prix de ce droit au moment de son émission, les théoriciens de la finance sont parvenus à développer un modèle pour en estimer la valeur. Ce modèle, qui a pris le nom des deux chercheurs qui l'ont proposé (Black&Sholes), se fonde sur certaines caractéristiques de l'option, le comportement attendu de l'action sous-jacente et le niveau des taux d'intérêt. Il (dans sa version originelle ainsi que celles qui ont suivi) est maintenant largement utilisé par les agents négociant les options.

Même s'il n'est pas dans l'objectif de ce document d'exposer le modèle complexe de Black&Sholes, en voici les principaux paramètres ainsi que leur influence sur la valeur d'une option d'achat d'action :

- Prix d'exercice : plus il est avantageux (faible), plus élevée est la valeur de l'option;
- Durée de l'option : plus elle est longue, plus élevée est la valeur de l'option;
- Volatilité du cours de l'action : plus elle est forte, plus élevée est la valeur de l'option;
- Taux d'intérêt courant : plus il est élevé, plus élevée est la valeur de l'option;
- Taux de distribution des dividendes : moins il est élevé, plus élevée est la valeur de l'option.

Il va sans dire que suite à l'attribution de l'option, sa valeur suit la progression du cours de l'action. À titre indicatif, on estime la valeur de l'option d'une durée de 10 ans au moment de son octroi à approximativement 30 % du cours de l'action. Ainsi, un dirigeant reçoit 100 000 options d'une durée de 10 ans lui conférant le droit d'acheter des actions au prix d'exercice de 32 \$ (prix actuel de l'action). On peut estimer la valeur de ces options au moment de leur octroi à une somme approximative de 960 000 \$ (100 000 x 30 % x 32 \$). On doit donc distinguer la valeur intrinsèque de l'option (cours de l'action sous-jacente – prix d'exercice)

qui, dans notre illustration, est nulle à l'émission car le prix d'exercice est de 32 \$ et sa valeur estimée par un modèle tel que celui de Black&Scholes (9,60 \$).

## **Cadre réglementaire canadien**

Cette section traite des principaux éléments de natures réglementaire, fiscale et comptable des régimes d'options d'achat d'actions.

Règles du Toronto Stock Exchange

Comme toute opération susceptible d'entraîner l'émission de nouvelles actions, l'instauration d'un régime d'options sur actions doit être approuvée par la Bourse et, dans certaines circonstances, par l'assemblée des actionnaires. Ces dernières circonstances sont les suivantes :

- Lorsque le nombre d'actions réservées excède 10 % du capital actions en circulation;
- Lorsque le nombre d'actions qui pourraient être émises à l'intérieur d'une période d'une année pourrait excéder 10 % du capital actions en circulation;
- Lorsque le nombre d'actions réservées aux initiés excède 10 % du capital actions en circulation, il est requis d'obtenir l'approbation des autres actionnaires non initiés;
- Lorsque le nombre d'actions que pourrait acquérir un initié excède 5 % du capital actions en circulation, l'approbation des autres actionnaires non initiés est obligatoire.

Les autres exigences sont les suivantes :

- Tout régime doit spécifier le nombre maximal d'actions qui peuvent être émises;
- La durée de l'option ne doit pas excéder 10 ans;
- Les options doivent être incessibles;
- Le prix d'exercice ne peut être inférieur à la valeur au marché de l'action au moment de l'attribution des options;
- Le nombre cumulatif d'actions réservées pour émission à un bénéficiaire ne peut excéder 5 % du capital actions en circulation.

Règles fiscales

La réception par un employé d'une option sur actions n'a aucune incidence fiscale immédiate. L'imposition (selon les modalités du gain en capital) est différée, sous certaines conditions, jusqu'au moment de la vente des actions

acquises lors de la levée des options. Le gain en capital est mesuré par la différence entre le prix d'exercice de l'option et la valeur de l'action.

#### Règles comptables

Les règles actuelles aux États-Unis comme au Canada permettent aux entreprises de ne comptabiliser généralement aucun montant à titre de charge pour la valeur des options octroyées aux employés et hauts dirigeants. Les autorités réglementaires américaines ont entrepris il y a quelques années d'éliminer cette latitude mais elles se sont rendues aux pressions du milieu des affaires; la nouvelle norme américaine (FASB 123) laisse à l'entreprise la liberté de continuer l'ancienne pratique.

Au Canada, jusqu'à maintenant, la comptabilisation des régimes de rémunération sous forme d'options n'était régie par aucune règle particulière. Cependant, l'Institut canadien des comptables agréés (ICCA) devrait publier une nouvelle norme en fin 2001. Le projet de norme vise à harmoniser les pratiques canadiennes de constatation et de mesure de la rémunération à base d'actions avec les pratiques américaines. Elle permettra le choix entre la méthode de la juste valeur et la méthode de la valeur intrinsèque pour la comptabilisation des plans de rémunération à base d'actions en faveur des salariés<sup>12</sup>. Selon la méthode de la juste valeur, l'entreprise doit porter à ses résultats une charge au titre d'une option sur achat d'actions octroyée à un salarié en se fondant sur la valeur de l'option à la date de l'attribution. Selon la méthode de la valeur intrinsèque, l'entreprise est contrainte d'inscrire une charge au titre d'une option sur achat d'actions attribuée à un salarié uniquement si le prix d'exercice de l'option est inférieur au cours de l'action au moment de l'octroi de l'option. Comme les firmes n'émettent pas d'options à un prix de levée inférieur au cours de l'action, les sociétés qui optent pour la méthode de la valeur intrinsèque évitent et continueront d'éviter de comptabiliser le coût de ces rémunérations. Néanmoins, tout comme le FASB 123 aux États-Unis, la nouvelle norme canadienne exigera des entreprises qu'elles fournissent des informations utiles au lecteur des états financiers. En effet, celles qui opteront pour la méthode de la valeur intrinsèque devront divulguer par voie de note à leurs états financiers la juste valeur des options octroyées au cours de l'exercice ainsi que l'incidence sur les résultats si elle avait comptabilisé les rémunérations à titre de charge.

---

<sup>12</sup> Ce choix n'existera pas pour les plans de rémunération à base d'actions qui peuvent être réglés en espèces (tels les droits à la plus value des actions) et la rémunération à base d'actions en faveur des non-salariés. Dans ces cas, la société devra comptabiliser la valeur des options à titre de charge contre les revenus.

**Objectifs visés**

Les effets recherchés sont principalement la convergence des intérêts des dirigeants et des actionnaires, une motivation accrue à la performance ainsi que le recrutement et la fidélisation de dirigeants compétents.

Convergence d'intérêt entre dirigeants et actionnaires

La valeur d'une option est reliée à la valeur de l'action sous-jacente si bien que l'enrichissement du haut dirigeant est couplé à celui de l'actionnaire. On vise à réduire les problèmes d'agence en décourageant les décisions de gestion motivées par les intérêts personnels des dirigeants et en leur fixant un horizon à plus long terme.

Motivation à la performance

Lorsqu'on accorde aujourd'hui des options d'achat d'actions non cessibles, on vise à canaliser les énergies des dirigeants vers un objectif d'enrichissement personnel potentiellement substantiel et qui passe par l'enrichissement des actionnaires. On présume que l'enrichissement matériel constitue une source de motivation majeure dans le comportement des hauts dirigeants.

Recrutement et fidélisation des dirigeants

La forte croissance économique ainsi que le développement fulgurant de certaines industries de la nouvelle économie au cours de la dernière décennie a créé une importante demande et suscité une concurrence à l'échelle planétaire pour attirer et fidéliser les compétences techniques et managériales. Les entreprises en phase de démarrage et désireuses d'affecter leurs fonds au développement de leurs affaires ont réussi à attirer des collaborateurs de talent, en offrant, comme alternative à des salaires élevés, de généreux programmes d'options. Les sociétés établies y ont vu un moyen d'enrichir leurs hauts dirigeants tout en les fidélisant. En effet, les programmes d'options prévoient généralement que lorsque le dirigeant quitte la société, il perd ses droits aux options non exercées.

Le cycle boursier haussier ainsi que l'engouement pour les titres des jeunes entreprises de haute technologie ont largement favorisé le succès de ce mécanisme de rémunération.

**Débat au sujet de ce mode de rémunération**

Le recours aux options sur actions comme outil de rémunération des hauts dirigeants fait l'objet de débats. Les sommes fabuleuses qu'elles ont permis à une élite d'encaisser ont attisé les critiques. Les journaux et magazines d'affaires en ont fait un de leurs thèmes vedettes alors que le milieu académique l'adoptait aussi comme un sujet de recherche porteur. Les pages qui suivent exposent les principales interrogations et critiques certaines contradictoires soulevées par les écrits au sujet de ce mode de rémunération.

L'évolution future du prix des actions (et des options) reflètera uniquement les performances non anticipées

La valeur d'une option sur actions repose sur l'évolution future de l'action sur laquelle elle porte. Le cours actuel d'une action repose sur les performances attendues de la société dans les mois et années à venir. Si les marchés financiers sont efficients, la valeur de l'action aujourd'hui (au moment de l'octroi des actions) reflète correctement les performances futures de l'entreprise. Donc, les variations futures de l'action seront déclenchées uniquement lorsque des événements futurs non prévus forceront les investisseurs à réviser leurs attentes au sujet du titre.

Dans ce contexte, un dirigeant compétent duquel le marché financier attend une qualité de gestion supérieure ne peut espérer réaliser un gain substantiel consécutif à la croissance de l'action pour laquelle on lui attribue des options aujourd'hui car la valeur au marché du titre reflète déjà des attentes supérieures. Le régime d'options ne permettra pas à ce dirigeant de réaliser une rétribution conséquente à la qualité de sa gestion. Seule une performance supérieure aux attentes (déjà élevées) lui permettra réaliser un gain sur ses options. Par contre, une performance inférieure aux attentes (même si respectable eu égard à celle de son industrie) entraînera une chute du cours de l'action. La situation est la même pour le dirigeant dont on attend une qualité de gestion inférieure. Une performance de l'entreprise supérieure aux attentes initiales modestes lui permettra réaliser un gain sur ses options même si cette performance est inférieure à celle de son industrie. Dans ce contexte, un régime d'options d'achat d'actions ne discrimine pas entre les dirigeants de firmes performantes et ceux de firmes non performantes, un résultat qui n'est pas celui recherché par un système visant à lier rémunération et performance.

L'influence réelle des hauts dirigeants sur la valeur au marché des actions ordinaires

De nombreux facteurs déterminent le cours des actions ordinaires d'une société : facteurs macroéconomiques (taux d'intérêt, taux d'inflation, cycles économiques, offre de capitaux, taux de change et autres), facteurs de tous ordres influençant le comportement des investisseurs boursiers (psychologiques, politiques) et des facteurs sectoriels (demande, taux de croissance de l'industrie, technologie, niveau de compétition et autres). Ces facteurs exogènes sur lesquels les dirigeants n'ont pas de prise expliquent plus de 50 % des variations des actions sur le marché. Comment relier aux dirigeants de ces entreprises l'emballement pour les titres de la nouvelle économie qui s'est terminée abruptement quelques années plus tard ? Comment justifier que ces hauts dirigeants aient encaissé des millions de dollars en exerçant quantité d'options juste avant que le cours de ces titres ne dégringole ?

Sur le solde attribuable à des facteurs internes à l'entreprise (événements et décisions), il est difficile de déterminer quelle portion est attribuable directement aux hauts dirigeants. En effet, la firme est un réseau complexe où interviennent un grand nombre de décisions et d'actions du haut au bas de l'échelle de la hiérarchie. Les systèmes de rémunération des grandes sociétés sont néanmoins fondés sur la prépondérance d'une poignée de hauts dirigeants sur qui reposerait le succès ou l'échec de l'entreprise.

Court délai d'acquisition

La majorité des régimes de rémunération comportant l'octroi d'options sur actions prévoit une période d'attente de un à trois ans et une durée maximale de dix ans. Ces régimes d'options font partie d'un régime d'intéressement à long terme. Le long terme devrait couvrir une période complète de cycle économique qui dure environ cinq ans. Il est difficile de justifier une période d'un à trois ans comme un horizon à long terme. Ce choix d'un délai d'acquisition si court est étonnant lorsqu'on vise par ces régimes la fidélisation des participants.

Liberté de choix du moment de l'exercice des options

Le détenteur choisit le moment où exercer ses options une fois le délai d'acquisition écoulé. Par leur position privilégiée d'initiés, les hauts dirigeants peuvent déjouer le marché et réaliser des gains substantiels sur des mouvements épisodiques fortuits. De par leur situation d'initiés, les hauts dirigeants peuvent d'une autre façon détourner le mécanisme à leur profit. Yermarck (1997), suite à une étude de 620 octrois d'options sur actions à des hauts dirigeants de grandes sociétés américaines, en déduit que les dirigeants qui sont au fait d'améliorations à venir des performances de leur société — information ignorée par les marchés — peuvent influencer le comité de rémunération afin qu'on leur attribue plus d'options dans la perspective de bénéficier de la réaction positive du marché boursier lorsque l'information deviendra publique.

La non-comptabilisation des coûts des régimes des options d'achat d'actions

Un facteur important à l'origine de la popularité de ces régimes de rémunération est de nature comptable. Comme nous l'avons exposé précédemment, les firmes ont le droit d'adopter des méthodes comptables qui évitent la constatation de coûts de rémunération. Un argument mis de l'avant pour justifier de ne pas comptabiliser la charge liée aux octrois d'options est que la transaction serait de nature capital (en opposition à charge courante) car elle ne donnera jamais lieu à une sortie de fonds de la part de l'entreprise. Cet argument est fallacieux car toutes les transactions similaires (ex : paiement d'un consultant par des actions) donnent lieu à l'inscription d'une charge. La charge résulte non pas de l'émission des options mais de l'utilisation des services des employés auxquels elles sont attribuées. Le second argument porte sur la difficulté de mesurer de manière

suffisamment précise la valeur de la contrepartie versée (options). Cette valeur représente le prix qu'aurait obtenu la société si elle avait vendu l'option plutôt que de l'attribuer à titre gratuit à ses dirigeants. Le recours à de nombreux montants estimatifs fondés sur le jugement pour préparer les états financiers ainsi que l'utilisation courante du modèle de Black&Scholes (voir section « Valeur des options ») sur les marchés financiers minent sérieusement cette assertion.

Dans son exposé-sondage sur la comptabilisation des régimes de rémunération à base d'actions, le Conseil des normes comptables de l'ICCA convient qu'une méthode fondée sur la juste valeur est préférable à la méthode de la valeur intrinsèque. Toutefois, le Conseil a jugé pour raison de compétitivité sans doute qu'il était préférable de laisser aux entreprises canadiennes la possibilité de choisir la méthode de comptabilisation comme c'est le cas pour les entreprises américaines. Un des Big Five (PricewaterhouseCoopers) commente ainsi le projet de nouvelle norme : «La méthode de la valeur intrinsèque est déficiente sur le plan théorique, à tel point qu'elle peut au mieux être considérée comme une série de règles arbitraires, et non comme une norme comptable cohérente» (PWC, 2001). Le grand cabinet d'experts comptables conclut son commentaire en notant que cette nouvelle norme ne contribuera pas à apaiser le mécontentement des actionnaires à l'égard des règles de comptabilisation des régimes de rémunération à base d'actions.

Plusieurs études américaines ont estimé l'impact de la comptabilisation de la valeur des options octroyées à titre de charge aux résultats de l'entreprise. On estime, en général, que l'impact serait beaucoup plus lourd pour les jeunes entreprises. Il serait non négligeable aussi pour les firmes géantes comme l'indique le résultat d'une étude (FW Cook<sup>13</sup>, 2000) à partir des données financières des 100 sociétés américaines affichant les plus importantes capitalisations boursières. Pour l'exercice financier 1998-1999, la comptabilisation d'une charge entière pour la valeur (estimée par Black&Scholes) des options octroyées au cours de l'exercice entraînerait une baisse moyenne de 10,3 % (médiane de 5,1 %) du bénéfice avant impôts de ces sociétés. Une étude sur un échantillon de 40 grandes firmes canadiennes arrive à une diminution moyenne du bénéfice avant impôts de 6 % (Bodjova, 2001).

La majorité des observateurs attribuent la popularité des options d'achat d'actions à la permissivité des règles de comptabilisation et au désir des conseils d'administration de rendre moins visible la rémunération des hauts dirigeants face

---

<sup>13</sup> Frederic Cook est une grande maison américaine de consultation en rémunération.



à l'opposition publique croissante au niveau de rémunération de ces derniers (Hall et Liebman, 1998).

Les options sont un mécanisme coûteux de rémunération

Les hauts dirigeants déprécient la valeur des options que leur société leur accorde à cause du risque de leur position et du caractère non cessible de ces options. Ce risque tient à l'évolution incertaine du cours de l'action sous-jacente et à la possibilité d'un départ prématuré<sup>14</sup> qui aurait pour effet de réduire la durée des options ou même de les déchoir. De plus, les hauts dirigeants voient ainsi la valeur de leur portefeuille dépendre lourdement de l'évolution du titre d'une seule société, en violation du principe de diversification des investissements<sup>15</sup>. En conséquence, les hauts dirigeants, selon Hall et Murphy (2000)<sup>16</sup>, accorderaient une valeur inférieure à celle attribuée aux mêmes options par le modèle Black&Scholes. Cette asymétrie amènerait les dirigeants à exiger une prime pour accepter une rémunération sous forme d'options plutôt qu'en espèces, prime qui se traduirait par l'obligation pour la firme d'octroyer un nombre d'options supérieur et par une augmentation induite du coût pour cette dernière. Selon Hall et Murphy, cette asymétrie expliquerait aussi des comportements à première vue non économiques de la part des dirigeants détenteurs d'options tel l'exercice des options bien avant leur expiration.

Dilution du capital actions

L'exercice des options nécessite l'émission de nouvelles actions ordinaires par la société. Lors d'une émission régulière la société encaisse pour chaque titre une somme égale<sup>17</sup> au cours de l'action, évitant tout effet de dilution. L'exercice d'options s'effectuant uniquement lorsque le cours de l'action est inférieur au prix d'exercice, le détenteur achète ainsi à rabais des actions, ce qui a pour effet de diminuer la valeur unitaire des titres. Plus importants sont le nombre d'options attribuées et l'écart entre le prix d'exercice et le cours de l'action au moment de la levée, plus important est l'effet de dilution imposé aux autres actionnaires. Les

<sup>14</sup> Murphy (1998a) conclut sa revue des recherches que le lien entre la performance et la rotation du personnel des hautes directions s'est relâché au cours de la décennie 90. Dans les grandes sociétés l'âge serait un déterminant de la rotation plus important que la performance.

<sup>15</sup> Une des hypothèses du modèle Black-Scholes est la neutralité envers le risque car le détenteur des options peut se couvrir contre le risque de leur détention. On interdit généralement aux hauts dirigeants de couvrir leur position ou de vendre à découvert l'action visée par les options.

<sup>16</sup> Les auteurs proposent un modèle similaire au Black&Scholes mais modifié pour tenir compte du risque auquel est confronté le haut dirigeant pour le calcul du «Executive Value» de l'option.

<sup>17</sup> Ou légèrement inférieure si la société procède par droits de souscription.

données présentées dans une section précédente sur les facteurs de dilution maximale soulignent la réalité de ce phénomène particulièrement important dans certaines industries.

Autres effets sur le comportement des hauts dirigeants

En contradiction avec l'hypothèse selon laquelle les dirigeants seraient plus ou moins ignorants en matière d'options, certaines recherches concluent que l'adoption de régimes de rémunération basée sur les actions influence les décisions financières des hauts dirigeants. Les influences sont surtout marquées en matière de :

- Politique de dividendes (Fenn et Liang, 1999);
- Rachat par les sociétés de leurs actions (Fenn et Liang, 1999);
- Structure de financement (Berger, Ofek et Yermack, 1997);
- Volatilité du prix de l'action de la société (Watson Wyatt, 2001).

Dans une étude couvrant la décennie 90 et portant sur plus de 900 firmes américaines, Watson Wyatt (2001) confirme les résultats des recherches antérieures à l'effet que l'importance croissante des options sur actions attribuées aux dirigeants de sociétés les a incités à adopter des stratégies plus risquées (ratio endettement plus élevé, ratio de distribution de dividendes plus faible et rachat d'actions plus important), stratégies qui ont pour effet d'accentuer la volatilité du cours de l'action et, de ce fait, la valeur des options qui y sont rattachées. Or, ces comportements peuvent s'avérer préjudiciables aux intérêts des actionnaires.

## Réduction du prix d'exercice des options

Nous abordons dans cette section la question controversée de la modification du prix d'exercice des options en circulation. Nous présentons dans l'ordre la nature et les modalités de cette pratique, les aspects réglementaires pour conclure par les éléments du débat à son sujet (arguments favorables et défavorables).

## Nature et modalités du repricing

L'utilisation massive des régimes d'options rendait inévitable la question de la réduction du prix d'exercice («repricing<sup>18</sup>») des options. La dernière correction boursière a eu comme effet de tempérer les perspectives de gains sur les options octroyées par de nombreuses sociétés à leurs employés et dirigeants. Lorsque le cours de l'action descend largement sous le prix de levée, les probabilités que le premier rejoigne ce dernier, à court terme du moins, sont réduites. Les directions d'entreprise sont alors tentées de modifier à la baisse le prix d'exercice des options détenues par leurs personnels. Carter et Lynch (2000) ont observé à partir d'un échantillon de 263 entreprises que ce sont surtout les firmes en émergence du secteur technologique qui ont recours au repricing. Les résultats de l'étude documentent le fait que plus le cours de l'action s'éloigne du prix d'exercice, plus fréquemment ce recours est utilisé.

Généralement, le repricing consiste à annuler les options en circulation (hors du cours) pour les remplacer par de nouvelles dont le prix d'exercice est égal au cours de l'action du moment. Les principaux paramètres à déterminer sont les suivants :

- Les personnels visés : tous les détenteurs d'options ou seulement certaines catégories (souvent les hauts dirigeants en sont exclus);
- Les options visées : toutes les émissions en circulation hors cours ou seulement celles qui présentent un déficit important;
- Le ratio d'échange : échange un pour un en terme de nombre des options, de leur valeur (Black&Scholes) ou un ratio différent;
- Le délai d'acquisition des nouvelles options : égal au délai à écouler sur les options remplacées ou un nouveau délai.

Des alternatives s'offrent à la direction pour arriver à un résultat similaire<sup>19</sup> sans procéder à une modification en bonne et due forme (repricing effectif) : accélérer ou accroître les nouvelles attributions, remplacer les options annulées par d'autres instruments tels des actions temporairement inaliénables ou racheter les options contre espèces. Core, Guay et Larcker (2001) citent les résultats de l'enquête 2001 de iQuantic selon laquelle la majorité des firmes de la nouvelle économie ne modifie pas le prix d'exercice des options hors cours mais préfère procéder à des attributions supplémentaires.

<sup>18</sup> Nous nous permettrons cet emprunt commode à la langue anglaise dans la suite du texte.

<sup>19</sup> Les conséquences fiscales et comptables peuvent cependant différer.

**Aspects réglementaires**

Au Canada, toute modification à un régime d'options d'achat d'actions doit être approuvée préalablement par la Bourse. À cette occasion, la Bourse peut considérer que la modification équivaut à la création d'un nouveau régime d'options et requérir le respect des exigences applicables dans un tel cas. Il en ira ainsi notamment lorsque la modification du régime est importante. De plus, toute modification importante à une option détenue par un initié, y compris une modification du prix de levée d'une option ou de la date d'expiration, doit être soumise à l'approbation de la majorité des actionnaires désintéressés.

Les autorités réglementaires américaines (Financial Accounting Standard Board) ont modifié les règles de comptabilisation pour contraindre les sociétés qui modifient le prix d'exercice des options en cours de comptabiliser à titre de charge les fluctuations postérieures de l'action. Cependant, cette obligation ne s'applique que si les options de remplacement sont émises l'intérieur d'une période de six mois suivant l'annulation des anciennes options hors du cours. Il a été facile pour les entreprises de contourner cette règle en reportant à plus de six mois l'émission des options de remplacement. Le projet de norme canadienne prévoit les mêmes conséquences et modalités qui permettent aux entreprises d'éviter la comptabilisation des opérations de réduction du prix d'exercice à la condition que les options de remplacement ne soient pas émises à l'intérieur des 12 mois qui suivent l'annulation.

**Arguments favorables à la réduction du prix d'exercice**

L'argument le plus fréquemment invoqué pour justifier cette opération est qu'avec l'espoir de gains futurs disparaît l'élément de motivation et que l'instrument devient même une source de démotivation pour les employés concernés. S'ajoute aussi, en corollaire, la crainte que des employés-clés quittent avec les conséquences négatives que ces départs peuvent entraîner pour la firme et ses actionnaires.

**Arguments défavorables à la réduction du prix d'exercice**

Ses détracteurs décrivent le repricing comme une réaction de panique sanctionnée par un conseil d'administration obligeant. Cette pratique serait inéquitable envers les actionnaires et minerait la crédibilité des politiques de rémunération des entreprises.

Solution de panique et signal négatif aux investisseurs

Le fait que le cours de l'action descende sous le prix d'exercice n'enlève pas toute valeur à l'option. Plus l'échéance de l'option est éloignée, moins sa valeur (Black & Scholes) est diminuée par une chute du cours de l'action sous-jacente. On pourrait en déduire que ceux-là même qui gèrent le système de rémunération ignorent le fondement de la valeur d'une option. La réduction du prix d'exercice

envoi aux investisseurs le signal que la direction de la société a «lancé la serviette» au sujet du raffermissement éventuel du cours de l'action, indication d'une haute direction «qui n'y croit pas» ou incapable de faire partager à ses personnels sa vision d'un avenir meilleur : les deux cas sont peu rassurants pour les investisseurs.

Bris de contrat envers les actionnaires

On indique aussi aux actionnaires qu'eux seuls doivent subir les conséquences des corrections boursières importantes alors que les employés et la direction sont uniquement sujets aux mouvements favorables du cours. Qu'il s'agisse d'options aux hauts dirigeants ou autres personnels de la firme, ce procédé constitue un transfert direct d'une partie du patrimoine des actionnaires en faveur des premiers. Les actionnaires considèrent généralement que ce rajustement constitue une violation injuste du contrat moral entre eux et les employés de leur société.

Préjudice à la crédibilité de la politique de rémunération

Les conseils d'administration justifient souvent la réduction du prix de levée des options des employés n'appartenant pas à la haute direction par le fait qu'il serait arbitraire de les pénaliser, eux qui n'ont pas d'influence sur le cours de l'action de leur société. Le repricing est alors un aveu que l'argument de la motivation, généralement invoqué par les sociétés lors de l'instauration de ce mécanisme de rémunération, est uniquement de la poudre aux yeux et qu'il n'est pas cet instrument destiné à favoriser l'alignement de leurs intérêts avec ceux des actionnaires. La rémunération en options serait alors simplement une façon déguisée et commode utilisée par les firmes pour rémunérer généreusement leurs personnels.

La réduction du prix d'exercice des options attribuées aux hauts dirigeants est encore plus difficile à justifier d'ailleurs cette faveur envers les hauts dirigeants trouve peu de défenseurs même parmi les conseillers en rémunération. Chen (2000) ne peut déceler dans les résultats de son étude de confirmation pour la thèse selon laquelle le repricing est un outil efficace pour retenir les dirigeants. Pour plusieurs il s'agit d'une récompense accordée pour mauvaises performances. Carter et Lynch (2000) ont observé que le repricing est principalement une réaction à des mauvaises performances boursières spécifiques à la firme et non à l'industrie d'appartenance.

Indication d'une régie d'entreprise déficiente

Les observateurs soupçonnent dans les situations de repricing l'ombre de la haute direction planant au-dessus d'un conseil d'administration complaisant. Trois études, celle de Chance, Kumar et Todd (2000), celle de Brenner, Sundaram et Yermack (2000) et celle de Chen (2000) permettent de relier cette pratique à une régie d'entreprise déficiente. Ainsi, les résultats de l'étude de Chen suggèrent que ce sont les firmes ayant un conseil d'administration plus indépendant de la direction qui ont tendance à adopter une politique de non-repricing. À la différence des études précédentes, Carter et Lynch (2000) ne décèlent pas de lien entre cette pratique et une régie d'entreprise déficiente.

Même les conseillers en rémunération, les plus enthousiastes défenseurs des régimes d'options sur actions, conseillent à leurs clients d'être très prudents avant de décider de réduire le prix d'exercice des options. Certains se prononcent vertement contre le repricing. Pour un, Frederic W. Cook & Co. (FWC, 1998) suggère aux professionnels de la rémunération de répondre aux entreprises qui proposent de procéder à une modification du prix des options qu'il s'agit d'une opération marginale utilisée par des entreprises en détresse et qui :

- gratifie les employés pour des mauvaises performances;
- viole le fondement de la rémunération par les options;
- est coûteuse et destructrice de valeur pour les actionnaires;
- traduit un manque de confiance envers l'évolution future du cours de l'action;
- est souvent justifiée l'argument de la fidélisation qui est fallacieux.





## Conclusion

Les propositions sont nombreuses au sujet des changements opportuns à apporter aux régimes d'options sur actions afin de pallier leurs déficiences et augmenter les chances de rencontrer les objectifs qu'on leur assigne. Voici les plus fréquemment avancées :

- Octroyer des options dont le prix d'exercice est supérieur au cours actuel de l'action ou des options dont le prix d'exercice est indexé à l'indice boursier de l'industrie de référence. Ces mécanismes permettraient d'éliminer l'influence d'une bonne part des facteurs sur lesquels les hauts dirigeants n'ont aucun contrôle et servirait véritablement à rémunérer les performances hors de l'ordinaire. Cependant, si on s'en remet à l'étude de Hall et Murphy (2000) sur l'asymétrie entre la valeur pour le dirigeant et le coût pour l'entreprise, ces alternatives seraient contre-productives parce qu'elles auraient pour effet de réduire la valeur des options pour les dirigeants de façon plus importante que le coût pour la société émettrice.
- Allonger le délai d'acquisition à l'exercice des options afin de mieux rencontrer l'objectif de fidéliser les détenteurs. Cette solution ne serait pas non plus économique selon l'étude de Hall et Murphy (2000).
- Abolir les régimes d'options pour les remplacer par des programmes d'octrois d'actions ordinaires de la société. Selon une étude effectuée par Hasenhuttl et Harrison sur un échantillon de 1 233 sociétés américaines pour la période 1995-1997 dont les résultats sont rapportés par Milton (2000), une rémunération élevée n'achète pas la loyauté des hauts dirigeants. Parmi les mécanismes utilisés, salaires, boni, options et actions, seule la propriété d'une quantité significative d'actions de la société constitue un puissant facteur de fidélisation des hauts dirigeants. L'analyse comparative réalisée par Hall et Murphy (2000) permet aux auteurs de conclure que les régimes d'octroi d'actions à négociation restreinte sont préférables aux options comme alternative à un versement en espèces.

On peut opposer à l'enthousiasme généralisé dans les cabinets d'experts en rémunération au sujet de l'avenir des régimes d'options d'achat le désenchantement des employés qui ont vécu le traumatisme de la dernière correction boursière. Si des études ultérieures confirment les analyses de Hall et Murphy (2000), les sociétés devront remettre en question l'opportunité de continuer d'utiliser un mécanisme de rémunération qui serait si mal adapté à leurs besoins ainsi qu'à ceux de leurs dirigeants et, coûteux pour leurs actionnaires. Les excès des dernières années et la récente déroute boursière ont peut-être poussé à ses limites ce mode de rémunération.



## Bibliographie

- Anderson, Sarah et al., *Executive Excess 2001*, IPS/UFE, 28 août 2001.
- Berger, Philip G., Eli Ofek et Davis Yermack, 1997, *Managerial Entrenchment and Capital Structure*, *Journal of Finance*, 52, 1411-1438.
- Bodjova, Silva, 2001, *L'impact des nouvelles règles canadiennes de comptabilisation des régimes d'options d'achat d'actions*, Mémoire de maîtrise, UQAM, non publié.
- Brenner, Menachem, Rangarajan K. Sundaram et David Yermack, 2000, *Altering the terms of executive stock options*, *Journal of Financial Economics*, 57, 103-128.
- Carter, Mary E. et Luann J. Lynch, 2000, *An examination of Executive Stock Option Repricing*, *Journal of Financial Economics*, août 2001.
- Chance, Don M., Raman Kumar et Rebecca B. Todd, 2000, *The «repricing» of executive stock options*, *Journal of Financial Economics*, 57, 129-154.
- Chen, Mark A., 2000, *Executive Option Repricing, Compensation, and Corporate Governance*, working paper, novembre 2000, Site Internet, <http://www.fma.org/Toronto/markchen.pdf>
- Colvin, Geoffrey, 2001, *The great CEO pay heist*, *Fortune*, 25 juin 2001.
- Conseil des normes comptables de l'ICCA, 2001, *Rémunération à base d'actions*, Exposé-sondage, janvier 2001.
- Cook, Frederic W., 1998, *A Response to Those Who Would Advocate Option Repricing*, Alert Letter, Frederic W. Cook & Co., 25 novembre 1998.
- Core John E., Wayne Guay et David F. Larcker, 2001, *Executive Equity Compensation and incentives : A Survey*, workink paper, University of Pennsylvania, 28 juin 2001.
- Fenn, George W. et Nellie Liang, 1999, *Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives*, Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series, 1999-23.
- Hall, Brian J., 1998, *The Pay to Performance Incentives of Executive Stock Options*, National Bureau of Economic Research, WP 6674, août 1998.
- Hall, Brian J. et Jeffrey B. Liebman, 1998, *Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?*, *The Quarterly Journal of Economics*, 653-691.

Hall, Brian J. et Kevin J. Murphy, 2000, *Stock Options for Undiversified Executives*, National Bureau of Economic Research, WP 8052, décembre 2000.

Huddart, Steven et Mark Lang, 1996, *Employee Stock Options Exercises : An Empirical Analysis*, Journal of Accounting and Economics, février 1996, 5-43.

Jensen, Michael C. et Kevin J. Murphy, 1990, *Performance Pay and Top-Management Incentives*, Journal of Political Economy,

Kohn, Alfie, 1993, *Why Incentive Plans Cannot Work*, Harvard Business Review, septembre-octobre 1993.

Lazear, E. et S. Rosen, 1981, *Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts*, Journal of Political Economy, 89(5), 841-864.

Milton, John W., 2002, *Corporate Report : Corner Office, Revolving Door*, CityBusiness, édition électronique, 9 octobre 2000.

PricewaterhouseCoopers, 2001, *Rémunération à base d'actions : un repli stratégique ?* dans Présentation de l'information financière, août 2001.

Randall S. Thomas et Kenneth J. Martin, 1999, *The effect of Shareholder Proposals on Executive Compensation*, University of Cincinnati Law Review, été 1999.

Siegl, Annick, *Potential Dilution , 2000. Potential Dilution from Stock Plans at S&P Super 1,500 Companies*, Investor Responsibility Research Center, Site Frederic W. Cook & Co., [www.fwcook.com](http://www.fwcook.com)

Towers Perrin, 2000, *La rémunération totale dans le monde*, édition 2000.

Towers Perrin, 2001, *Companies moving swiftly to adopt option programs*, Worldwide Pay and Benefits Headlines, Juin 2001.

Watson Wyatt, 2000, *Executive Compensation Practices in the TSE 300*, octobre 2000.

Yermarck, D., 1997, *Good Timing: CEO stock Option Awards and Company News Announcements*, Journal of Finance, 52(2).

Zhou, Xianming, 2000, *CEO pay, firm size, and corporate performance; evidence from Canada*, Canadian Journal of Economics, février 2000.