



Faut-il interdire les stock-options ?

12 novembre 2007

A la suite d'un récent [rapport](#) de la Cour des comptes^[1], les députés [ont voté de nouvelles contributions](#) sur l'attribution des stock-options. Les plus-values potentielles des stock-options détenues par les dirigeants et les cadres des seules entreprises du CAC 40 étaient estimées à 18 milliards d'euros en 2006^[2]. Le problème posé par l'attribution d'options aux dirigeants d'entreprise n'est pas seulement celui des inégalités de revenus mais aussi celui de son inefficacité. Les scandales récents aux Etats-Unis et en Europe montrent que le risque de fraudes et de délits d'initiés inhérent au système de stock options peut difficilement être combattu. Dans un système qui engendre de telles dérives, la fiscalité est insuffisante et la question de l'interdiction des stock-options se pose.

Les stock-options sont des options d'achat sur des titres de l'entreprise à un prix d'exercice fixé à l'avance : si à terme le cours de l'action est supérieur à ce prix, il y a plus-value et l'option est exercée ; sinon elle n'a pas de valeur. L'attribution de stock-options est censée résoudre un problème de gouvernance d'entreprise que les économistes nomment « problème d'agence ». Il survient notamment lorsque les personnes dirigeant l'entreprise n'agissent pas dans le seul intérêt des actionnaires : les dirigeants prennent également en compte l'intérêt d'autres acteurs (les salariés, les communautés locales ou nationales...) et bien sûr leur propre intérêt. Les actionnaires connaissant moins bien l'entreprise que les dirigeants, il leur est difficile de les contrôler et d'évaluer leur performance. Les stock-options devaient permettre de faire converger les intérêts des actionnaires et ceux des dirigeants en rémunérant ces derniers sur la même base que les actionnaires, l'augmentation de la valeur de l'action.

L'attribution de stock-options est en fait un mauvais instrument pour résoudre le problème d'agence. Robert Gordon et Ian Dew-Becker ont récemment analysé cette question ([Unresolved Issues in the Rise of American Inequality](#)). Le cours d'une action ne dépend pas seulement de la performance des dirigeants mais également de beaucoup de facteurs qui n'en dépendent pas dont l'évolution générale de la situation économique et des marchés financiers. Si les cours boursiers montent, les détenteurs de stock options s'enrichissent sans raison et si les cours baissent ils peuvent se faire attribuer de nouvelles options avec un prix d'exercice plus bas. Dans une logique purement incitative, la rémunération des dirigeants devrait dépendre de la surperformance du cours de l'action de l'entreprise par rapport à celles d'entreprises similaires : le prix d'exercice de l'option devrait être réévalué suivant un indice de marché.

[1] Voir p. 144 et suivantes

[2] Source : L'expansion, juin 2007

Non seulement les stock-options ne résolvent pas le problème d'agence mais elles pourraient même l'aggraver. Selon Bebchuk, Fried et Walker ("[Executive Compensation in America : optimal contracting or extraction of rents ?](#)"), l'utilisation des stock-options s'explique surtout par le souhait des dirigeants de masquer l'ampleur de leur rémunération. Les dirigeants contrôleraient le conseil d'administration et fixeraient ainsi leur propre rémunération. Ils ne seraient limités que par une « contrainte de scandale » : les actionnaires ne réagiraient que lorsque les rémunérations atteignent un montant jugé scandaleux. Les stock-options sont attrayantes de ce point de vue parce qu'elles sont attribuées dans des conditions opaques : les actionnaires n'ont ainsi pas conscience du montant de la rémunération que les dirigeants s'approprient.

Les affaires financières récentes soulignent une autre limite du système : la fraude. Aux Etats-Unis la fraude la plus courante est l'antidatage, pratique qui consiste à fixer rétroactivement une date d'attribution des actions à un jour où le cours était particulièrement bas. [Plus de cent entreprises](#) font l'objet d'une enquête menée par l'instance de régulation américaine. En Europe, il y a présomption de délit d'initié chez EADS : les dirigeants ont vendu leurs stock-options alors qu'ils auraient détenu des informations non publiques sur la gravité des retards de l'A380. Les soupçons de pratiques frauduleuses sont nombreux, les preuves sont rares. La détermination de la fraude est d'autant plus difficile que les dirigeants d'entreprise détiennent nécessairement des informations privilégiées. Paradoxalement, cette asymétrie d'information est la raison même qui justifiait à l'origine l'attribution de stock-options !

Il faudrait limiter l'usage des stock-options aux *start up* qui n'ont pas toujours les moyens financiers pour attirer les meilleurs dirigeants et où le problème d'asymétrie d'information est moins important. Pour les autres entreprises, l'attribution gratuite d'action est un meilleur instrument dans l'objectif de lier la rémunération des dirigeants à la valeur créée pour les actionnaires. Contrairement à celle des stock-options, la valeur des actions est connue lors de leur attribution : les dirigeants ne peuvent donc pas les utiliser afin de masquer leur rémunération réelle. Les possibilités de fraude sont moins nombreuses et pourraient être réduites en obligeant les dirigeants à conserver les actions jusqu'à leur départ de l'entreprise. Enfin, les dirigeants sont perdants lorsque le cours de l'action baisse: leur intérêt est donc réellement aligné sur celui des actionnaires.

Guillaume Allègre