

**LE JACKPOT DU « REPRICING » DES OPTIONS**  
EVOLUTION DU COURS DE L'ACTION GOOGLE, EN DOLLARS



# STOCK-OPTIONS : EFFICACES ?

LA PERTINENCE DE CE MODE D'INCITATION RESTE TOUJOURS À DÉMONTRER.

Comment les actionnaires peuvent-ils s'assurer que les dirigeants qu'ils ont mandatés ont bien pour objectif d'accroître la valeur de l'entreprise ? Plusieurs outils d'incitation sont à leur disposition : les bonus calculés en fonction de la performance, par exemple, mais ils sont le plus souvent fondés sur des critères comptables aisément manipulables. Les actions gratuites, ensuite, mais leur attribution est coûteuse. Les stock-options, enfin, qui présentent l'avantage de récompenser les dirigeants en fonction d'un critère objectif, le prix de l'action fixé par le marché. Elles permettent à leurs détenteurs d'acquiescer des actions de l'entreprise à un prix donné (prix d'exercice). Ces options ne peuvent pas être exercées durant une certaine période, typiquement cinq ans, ce qui permet aux actionnaires de fidéliser leurs cadres et d'éviter qu'ils n'adoptent des comportements trop court-termistes. Séduites par ces avantages, la plupart des entreprises cotées ont progressivement adopté cet outil à partir des années 80.

Les stock-options atteignent-elles leurs objectifs ? Rien n'est moins sûr. Certes, le prix d'une action reflète objectivement la valeur d'une entreprise. Mais il dépend de nombreux facteurs, la plupart indépendants de la performance du management. Par exemple, quand les prix du pétrole augmentent, les performances des compagnies pétrolières s'améliorent, ainsi que la valeur des stock-options. Dans ce cas, ces dernières récompensent bien plus la chance que la compétence.

Par ailleurs, ce mode de rémunération peut inciter les dirigeants à prendre des risques excessifs. En effet, ils sont récompensés en cas de hausse du prix des actions mais ne sont pas pénalisés en cas de baisse. Ils sont donc tentés de jouer à la loterie. On peut certes rappeler qu'une prise de risque excessive peut coûter son poste à un PDG et affecter sa réputation. Mais cet argument pèse peu en France, où la réputation d'un dirigeant

dépend surtout de son appartenance à un grand corps d'Etat.

Enfin, les entreprises disposent de méthodes plus ou moins légales leur permettant de manipuler la valeur des options. Il est facile pour un patron de retarder une annonce positive afin que la hausse du prix de l'action intervienne après l'obtention de ses options. Il y a quelques années, des dirigeants américains ont été accusés d'avoir antidaté l'attribution de leurs stock-options afin que leur prix d'exer-

cice (le prix de l'action le jour de l'attribution) soit le plus bas possible. Une fois mis en lumière, le scandale de l'antidatage a donné lieu à de nombreux procès. Une autre pratique consiste à modifier à la baisse le prix d'exercice des options (« repricing ») à la suite d'une chute du cours de l'action pour rétablir leur caractère incitatif. Plus contestable est le fait que, bien souvent, la date à partir de laquelle les options peuvent être levées reste inchan-

gée. Cette pratique peut laisser croire aux détenteurs de stock-options qu'ils gagneront à tous les coups. Si la performance de l'action est bonne, ils exerceront leurs droits et si elle est mauvaise, ils tâcheront de les « repricer ». De nombreuses entreprises ont recouru à cette technique au plus fort de la crise de 2008-09, comme Google. Le 3 mars 2009, l'entreprise décide de changer le prix d'exercice de ses stock-options de 522 à 309 dollars (voir courbe ci-dessus). Ce choix a pour effet de tripler le gain du détenteur des stock-options lors d'un exercice en fin d'année. Pour éviter ces dérives, des banques d'affaires proposent de combiner les stock-options avec des positions à terme.

Faut-il conclure que cet outil de rémunération est inefficace ? Sans doute pas, mais en l'absence d'un conseil d'administration soucieux de protéger les intérêts des actionnaires, leurs effets positifs sont limités.

**FRANÇOIS DERRIEN ET CHRISTOPHE PERIGNON, PROFESSEURS ASSOCIÉS À HEC PARIS**

**Les entreprises disposent de méthodes plus ou moins légales leur permettant de manipuler la valeur des options.**