



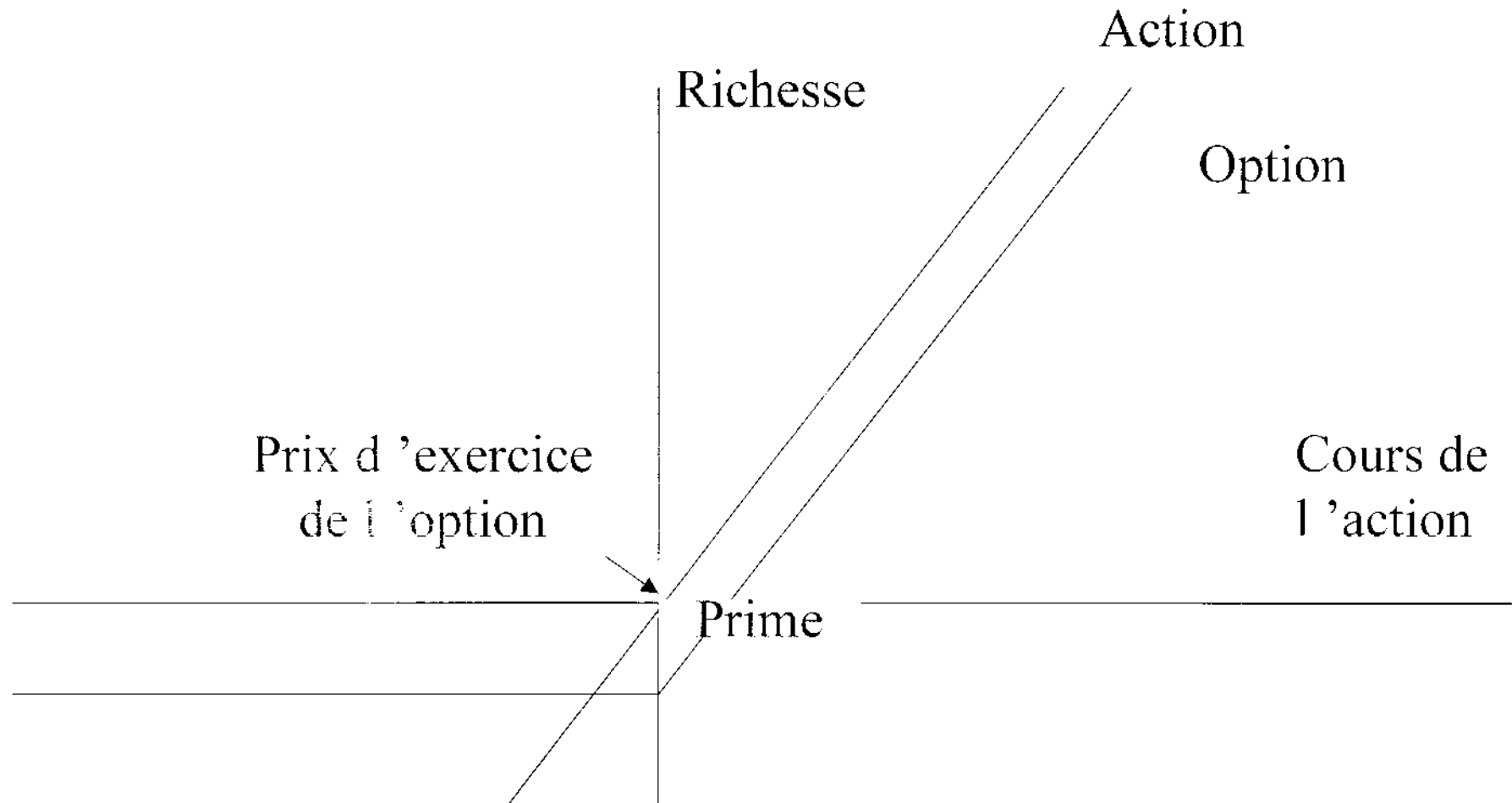
INSTITUT EURO 92

ANALYSE DU DEBAT SUR LES STOCK OPTIONS ou Comment concevoir des systèmes de rémunération à la fois incitatifs et équitables ?

Bertrand Jacquillat
Professeur à l'Institut d'Etudes Politiques
et Président d' *Associés en Finance*

Mercredi 12 janvier 2000

OPTION D'ACHAT ET COURS DE L'ACTION





RENTABILITES ANTICIPEES ET RENTABILITES REALISEES

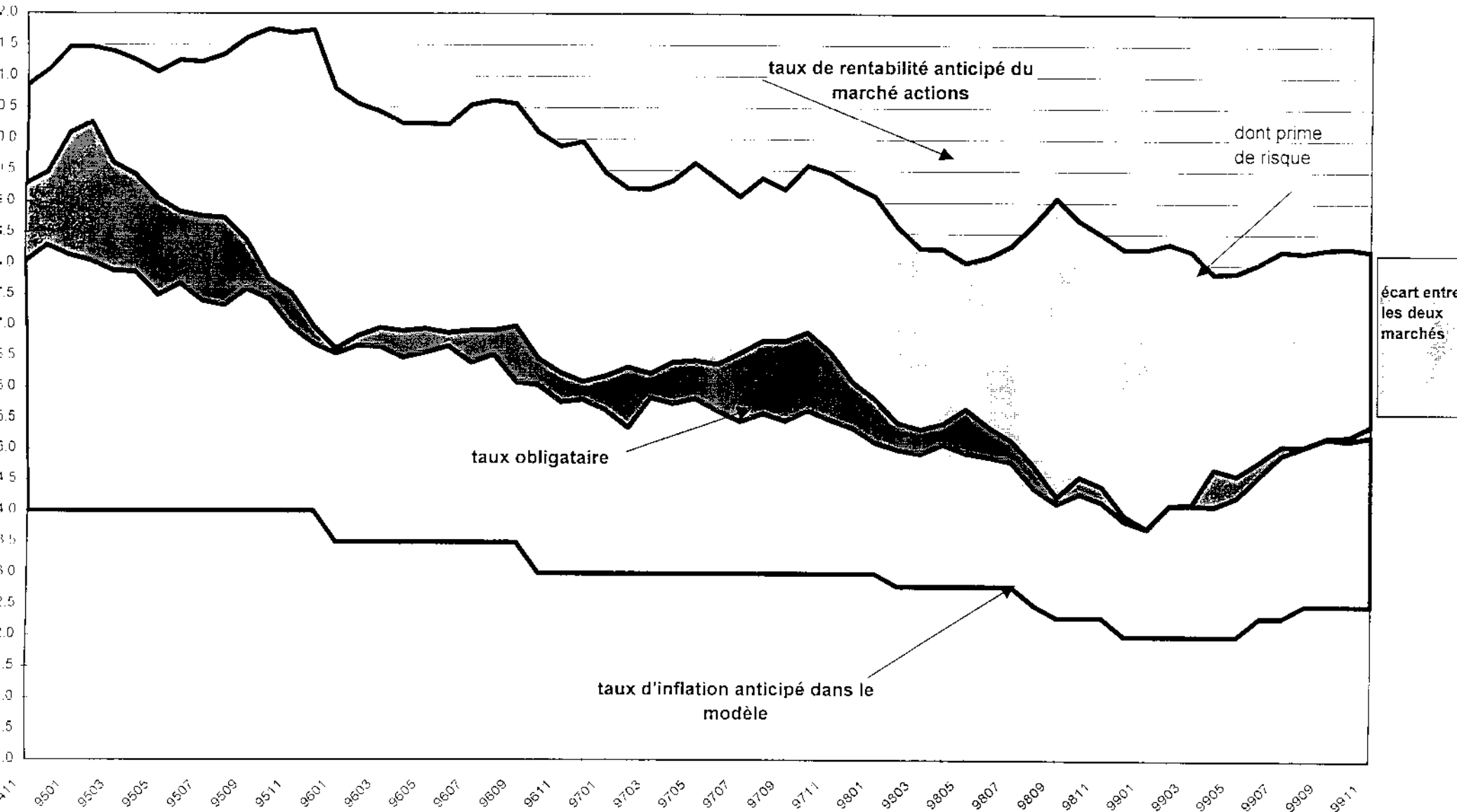
	1995	1996	1997	1998	1999
Rentabilité anticipée en fin d'année précédente	11.11%	11.73%	9.95%	9.27%	8.25%
Rentabilité CAC40, dividendes inclus	1.7%	26.3%	31.8%	33.2%	53.1%
Rentabilité SBF 120, dividendes inclus	1.9%	28.6%	29.0%	31.3%	54.6%



Les Facteurs Externes de la Valeur Ajoutée Actionnariale

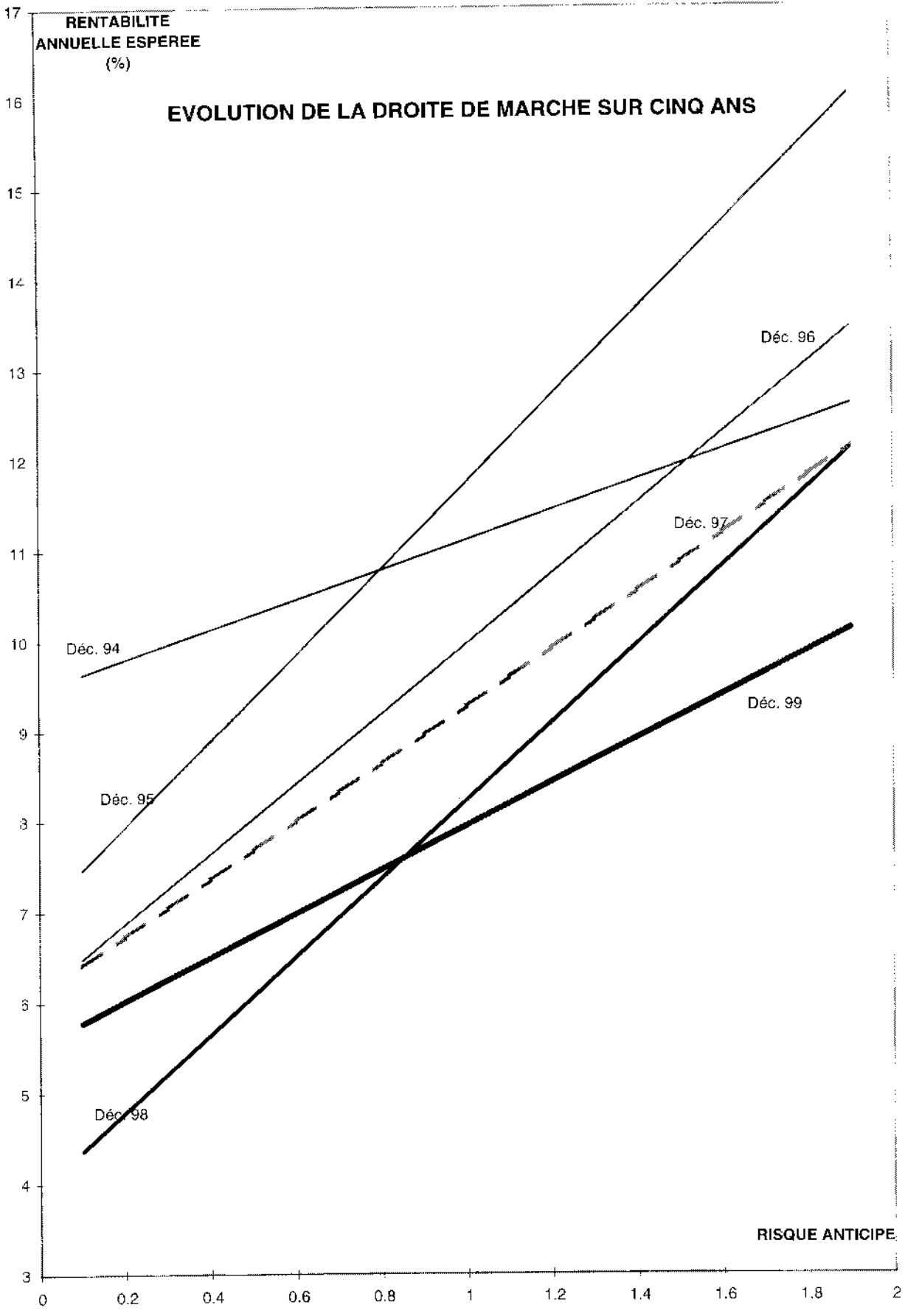
- le taux d'intérêt long terme équivalent actions
- la prime de risque
- la prime de liquidité
- la fiscalité des entreprises
- la réglementation

Historique des paramètres de la Droite de Marché France 1994-1999



**RENTABILITE
ANNUELLE ESPEREE
(%)**

EVOLUTION DE LA DROITE DE MARCHÉ SUR CINQ ANS



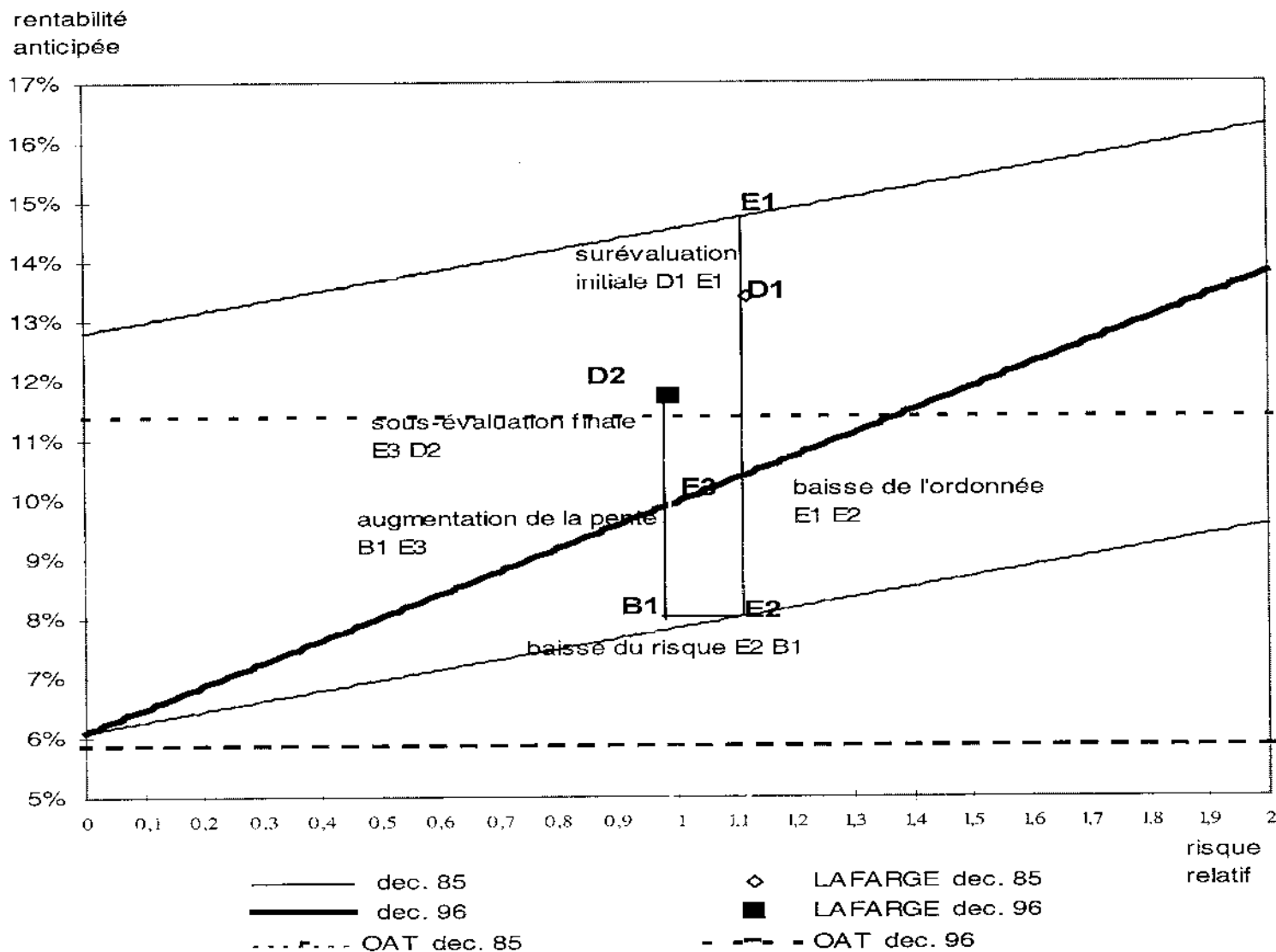
RISQUE ANTICIPE



Les Facteurs Internes à l'Entreprise de la Valeur Ajoutée Actionnariale

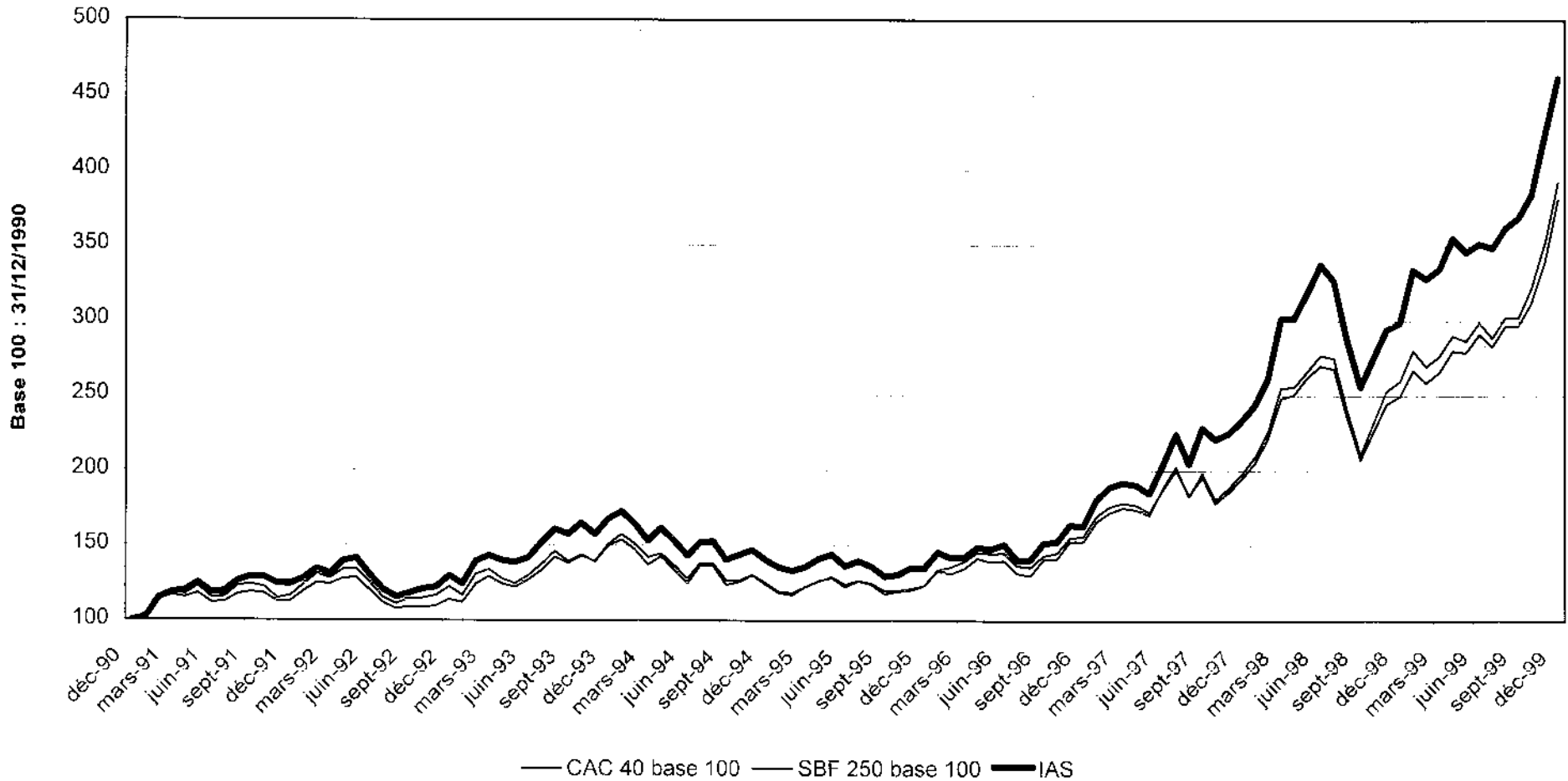
- **les flux attendus par les investisseurs**
- **le niveau de risque**
- **le niveau de liquidité**
- **un facteur résiduel**

Position relative de LAFARGE en dec. 85 et en dec. 96



nom	secteur	code	cours 1994	PEK	PEX	PE1	cours 1999	perfnu	perfglob	CAPI 1994	remun esp	exogene	rem esp	rem real	bonus	nus/
CIMENTS FRANCAIS	130	CF	35	60	70	88	67	92%	196%	438	309	72	380	857	477	
ALCATEL	142	ET	70	119	176	205	228	228%	274%	10187	7228	4926	12154	27955	15801	
ELF AQUITAINE	110	AQ	57	97	148	263	194	238%	287%	15105	10498	7880	18377	43311	24934	
LV MH	170	MC	117	197	322	279	445	281%	327%	11170	7686	7057	14743	36562	21819	
BOLLORE TECHNOLOGIES	230	BL	67	121	125	197	196	191%	216%	365	289	13	302	788	486	
REXEL	180	CD	27	45	59	105	89	232%	264%	1047	725	323	1048	2760	1712	
CREDIT COM FRANCE	210	CC	33	54	87	108	124	277%	333%	2212	1422	1347	2769	7355	4586	
GAZ ET EAUX	230	ZX	20	34	40	43	58	187%	237%	689	477	123	600	1634	1034	
AXA	220	MI	37	62	95	160	138	279%	335%	6058	4238	3197	7435	20279	12843	
CLARINS	161	CX	33	56	68	66	110	232%	262%	605	412	131	543	1584	1041	
L'OREAL	161	OR	151	245	473	560	797	428%	454%	10203	6349	9502	15851	46301	30450	
SAGEM	142	SM	162	277	408	339	690	325%	350%	1470	1040	695	1735	5146	3412	
CARREFOUR	180	CA	38	63	105	179	183	387%	418%	8643	5777	5881	11658	36127	24469	
CANAL +	194	KP	33	55	83	53	145	343%	403%	2813	1951	1419	3370	11331	7962	
SANOFI SYNTHELABO	161	SAN	9	14	22	42	41	384%	435%	3424	2393	1815	4208	14903	10694	
HERMES	160	RMS	29	50	75	102	150	409%	432%	1077	741	553	1293	4655	3362	
GALERIES LAFAYETTE	180	GL	35	60	76	165	165	372%	383%	454	325	120	445	1735	1290	
CGIP	230	CW	16	28	36	45	65	301%	397%	1121	781	326	1108	4449	3341	
CASINO	180	CO	23	39	56	101	114	394%	467%	1749	1202	755	1958	8175	6218	
SODEXHO ALLIANCE	192	SX	32	54	80	149	176	444%	495%	694	471	333	804	3436	2631	
HAVAS ADVERTISING	194	ER	84	144	201	286	423	404%	476%	444	317	177	494	2112	1618	
PROMODES	180	PO	152	256	424	1073	1099	625%	602%	2700	1862	1776	3638	16255	12617	
PUBLICIS	194	PB	56	94	128	221	375	571%	613%	450	310	162	471	2761	2290	
T.F.1.	194	TF	74	125	179	255	520	604%	742%	1550	1065	679	1745	11500	9755	
BOUYGUES	130	EN	77	129	200	213	631	720%	873%	1745	1190	954	2144	15235	13090	
PINAULT-PRINT-RED	180	PI	29	49	74	231	262	806%	899%	3157	2182	1632	3814	28394	24580	
CAP GEMINI	195	CS	25	44	62	171	252	902%	928%	1375	1044	565	1609	12765	11156	
										250067	174255	124347	298601	591304	292702	

Evolution depuis le 31/12/1990 des indices IAS, CAC 40, SBF 250



IMPOSITION DES PLUS VALUES DES STOCK OPTIONS DANS QUELQUES PAYS SELECTIONNES

	France		Royaume-Uni	Etats-Unis	Espagne	Belgique	Italie	Allemagne
	au terme de 3 ans	5ans	au terme de 3 et 5 ans	au terme de 4 et 5 ans	au terme de 5 et 5 ans	au terme de 6 et 5 ans	au terme de 7 et 5 ans	au terme de 8 et 5 ans
Plus-value brute d'acquisition	100	100	100	100	100	100	100	100
Imposition	49,44	40	40	39,60	33,60	8,3	12,5	53
Charges sociales	8,45	-	-	1,45	-	-	-	
Net en poche	42,16	60	60	58,95	66,4	91,8	87,5	47
Coût employeur	26	-	12,2	1,45	-	-	-	-

Source : Arthur Andersen, 1999.