

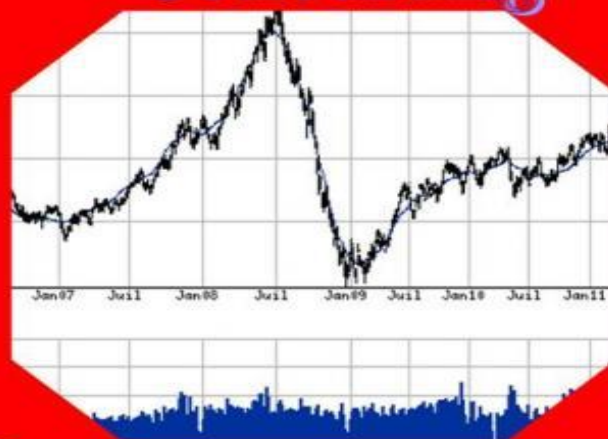
STOCKS, OPTIONS OU ACTIONS GRATUITES  
COMPARAISON DES EFFETS INCITANTS  
SUR LES DIRIGEANTS DES SOCIÉTÉS CORÉES



A. LAMINE



Management & Strategy  
Consulting



00 (221) 77 417 03 49



[www.laminediop.e-monsite.com](http://www.laminediop.e-monsite.com)

<b><u>Prologue</u></b> .....	<b>2</b>
<b>1. <u>Les stocks-options</u></b> .....	<b>3</b>
<b>1.1 <u>Principe des stocks-options</u></b> .....	<b>3</b>
<b>1.2 <u>Comptabilisation des stocks-options</u></b> .....	<b>3</b>
<b>1.3 <u>Fiscalité des stocks-options</u></b> .....	<b>4</b>
<b>1.4 <u>Le cadre réglementaire des stocks-options</u></b> .....	<b>4</b>
<b>1.5 <u>Effets incitatifs des stocks-options sur les dirigeants des sociétés cotées</u></b> .....	<b>5</b>
<b>2. <u>Les actions gratuites</u></b> .....	<b>6</b>
<b>2.1 <u>Principe des actions gratuites</u></b> .....	<b>6</b>
<b>2.2 <u>Comptabilisation des actions gratuites</u></b> .....	<b>6</b>
<b>2.3 <u>Fiscalité des actions gratuites</u></b> .....	<b>6</b>
<b>2.4 <u>Cadre réglementaire des actions gratuites</u></b> .....	<b>7</b>
<b>2.5 <u>Effets incitatifs des actions gratuites sur les dirigeants des sociétés cotées</u></b> .....	<b>7</b>
<b>3 <u>Actions gratuites ou stocks-options : comparaison des effets incitatifs sur les dirigeants des sociétés cotées</u></b> .....	<b>8</b>
<b>3.1 <u>Fiscalité</u></b> .....	<b>8</b>
<b>3.2 <u>La « gratuité » des actions gratuites</u></b> .....	<b>8</b>
<b>3.3 <u>Rémunération en actions ou salaire</u></b> .....	<b>8</b>
<b>3.4 <u>Arbitrage long terme/court terme</u></b> .....	<b>9</b>
<b>3.5 <u>Les critères de performance</u></b> .....	<b>9</b>
<b>3.6 <u>Exemple : La Société Générale</u></b> .....	<b>9</b>
<b><u>Epilogue</u></b> .....	<b>14</b>

## Prologue

L'**affaire Enron** (banqueroute de l'une des plus grande multinationale au monde avec scandale politico-financier au moment où le CEO Kenneth Lay avait empoché 100 millions de Dollars de plus-values de stocks-options 1 an avant,) la **chute des cours en 2001/2002**, l'**instauration en Europe des normes financières et comptables IFRS/IAS en 2005** (comptabilisation des stocks-options en charges) et la **loi de finance 2005 sur les actions gratuites** ont poussé les dirigeants et actionnaires européens à réfléchir sur les mécanismes incitatifs à la performance et à trouver des réponses à la question « **Actions gratuites ou Stocks-options ?** »

Nées dans les années 80 aux USA en vue d'inciter les dirigeants des sociétés cotées à la performance et à la hausse des cours de leur action, l'usage des stocks-options prend rapidement une ampleur globale et porte sur des sommes colossales notamment pour les super-cadres.

En France, **les 5 sociétés les plus « généreuses » ont distribué des stocks-options pour une plus-value potentielle de 22,2 milliards d'Euros au 24 août 2001** contre seulement 21,1 milliards d'Euros pour le Royaume Uni et 0,6 milliards d'Euros pour l'Espagne.

En France, au 8 juillet 2005, les portefeuilles de stocks-options représentaient une plus-value potentielle de 2,5 milliards d'Euros dont 16% pour les 443 1<sup>er</sup> dirigeants de société soit **862 787 Euros/dirigeant**, en moyenne avec en tête les dirigeants de BNP Paribas (791,4 millions d'Euros au total,) de Total (767,9 millions d'Euros,) et de Sanofi-Aventis(543,3 millions d'Euros).

Aujourd'hui, l'usage des stocks-options est fortement controversé et est en baisse aux USA (**75% des sociétés américaines s'en détournent,**) en Europe et dans le monde.

A la faveur de la loi de Finance 2005, les actions gratuites autrefois réservées aux actionnaires, sont accessibles aux salariés dont les dirigeants des sociétés.

**En 2005, Les AGE ont adopté les actions gratuites à hauteur de 1% du capital** (le maximum légal étant de 10%). Par ex : 0,2 % chez Carrefour, 0,5 % chez AXA, 10 % chez Bouygues souvent comme alternatif aux stocks-options.

## 1. Les stocks-options

### 1.1 Principe des stocks-options

Les stocks-options sont des options sur action de type **call** c'est à dire donnant au bénéficiaire le droit et non l'obligation d'acheter une action de la société émettrice à un prix fixé contractuellement et à l'avance (**le prix d'attribution en général inférieur au prix réel de l'action**) et à une date fixe (option européenne-par ex le 1<sup>er</sup> jour du 2<sup>ème</sup> semestre de telle année ) ou sur une période fixée d'avance (option américaine-par ex au cours du 2<sup>ème</sup> semestre de telle année,) ou des options de souscription d'actions.

- Si le cours de l'action au jour d'émission de la stock-option est supérieur au **prix d'attribution** (ce qui est le cas en général,) il y a immédiatement une plus-value potentielle appelée **Rabais**.
- Si le cours de l'action au jour d'exercice de la stock-option dit **cours d'acquisition** est supérieur au cours de l'action au jour d'attribution, il y a une plus-value potentielle appelée **plus-value d'acquisition**.
- Si le cours de l'action au jour de cession dit **cours de cession** est supérieur au cours d'acquisition, il y a une plus-value réelle appelée **plus-value de cession**.

Il suffit donc bien souvent au bénéficiaire de revendre à un bon prix ses actions achetées à un prix fixé des années auparavant et généralement plus bas pour toucher le gros lot ! Toutefois la législation et la pratique tendent désormais à fixer des conditions plus strictes conduisant notamment à fixer le prix d'exercice de l'option à un niveau suffisamment élevé.

Les stock-options sont dans la majorité des cas distribuées à l'équipe dirigeante, afin de les associer au développement de la société notamment en terme de performance interne (résultats, croissance, solvabilité, note financière etc...) et de leur donner un intérêt direct à l'accroissement de la valeur de l'entreprise notamment en terme de cours de l'action en bourse.

L'octroi de ces titres peut donc être analysé comme un moyen de résoudre les conflits d'agence entre actionnaires et gestionnaires.

### 1.2 Comptabilisation des stocks-options

Depuis 2005 avec les nouvelles normes financières et comptables IAS-IFRS, les stocks-options sont comptabilisés en **charges** dans les résultats des sociétés et figurent au bilan en tier 1 au poste **Emission de Stocks-Options** et sont évalués sur la base d'un marked-to-market au jour d'attribution .

Dans le cas d'options d'achat d'actions ou d'options de souscription la comptabilisation est la suivante :

- Les stocks options sont évaluées dans tous les cas en marked-to-market le jour de l'octroi (différence entre cours de l'action et prix d'attribution au jour d'attribution.)
- Elles donnent lieu à une charge annuelle sur la maturité des options (vesting period) égale à la valeur des stock options divisée par la « vesting period » des stocks options.

- Cette charge annuelle n'est jamais réévaluée quelque soit l'évolution du marché. Cette charge est considérée comme étant des frais de personnel additionnels. En effet, les options octroyées sont sensées créer des flux positifs additionnels dans le futur dus au surcroît de motivation. Sa contrepartie est un poste de capitaux propres (émission de stocks-options).
- Si un bénéficiaire de stocks-options quitte l'entreprise avant l'échéance de ses stock options, il en perd le bénéfice. Le traitement comptable consiste à considérer que ces stock-options n'ont jamais existé. Par conséquent, l'ensemble des charges accumulées correspondantes sont réincorporées en produits sous forme de profit exceptionnel.
- Supposons que :  
la valeur de marché des stock-options accordées le jour de l'octroi est de 100  
la maturité des stock options est 5 ans :

Année 1		Année 2	
Compte de Résultat	Bilan	Compte de Résultat	Bilan
Frais de personnel : 20	Capitaux Propres: 20	Frais de personnel : 20	Capitaux Propres: 40

A la maturité des stocks options, si celles-ci sont en dehors de la monnaie, elles ne sont pas exercées. Il n'y a plus de charges à constater dans le compte de résultat et le bilan demeure comme suit :

Bilan
Capitaux Propres: 100

### 1.3 Fiscalité des stocks-options

Du point de vue du bénéficiaire, les stocks-options sont imposées sur trois marges :

- **Le rabais** : imposé au titre de l'impôt sur les revenus.
- **La plus-value d'acquisition** : imposée à 41% au titre des plus-values mobilières spécifiques.
- **La plus-value de cession** : imposée à 27 % au titre des plus-values mobilières ordinaires.
- **Au delà d'une plus-value de cession de 152.500 Euros le taux d'imposition est de 41%.**

### 1.4 Le cadre réglementaire des stocks-options

- Pour les sociétés cotées, **le rabais légal ne peut excéder 20% de la moyenne des cours des 20 derniers jours boursiers** précédant le jour de l'attribution des stocks-options.
- Pour les Options d'Achat d'Actions (OAA,) **la durée de maturation doit être supérieure à 5 ans**. Il n'y a pas de limite légale pour la durée de maturation lorsque les émissions de stocks-options ont fait l'objet d'une couverture par un portefeuille d'actions.
- Pour les Options de Souscription d'Actions (OSA,) **la durée de maturation ne peut excéder 5 ans**.
- Les opérations financières sur le capital (augmentation ou diminution de capital avec variation du nominal et ou du nombre d'actions) réalisées pendant la maturation des stocks-options donnent lieu à la correction du nombre d'actions et des prix auxquels ces stocks options ouvrent droit.
- Entre la clôture de l'exercice de la société et le paiement des dividendes, aucune stock-option ne peut être exercée.

- Les stocks-options sont réservées aux salariés de la société et le dernier délai de leur exercice est la veille de la cessation du contrat de travail.

## 1.5 Effets incitatifs des stocks-options sur les dirigeants des sociétés cotées

### • **Le cours de l'action en bourse**

Compte tenu des 3 marges (rabais, plus-value d'acquisition et plus-value de cession,) plus le cours de l'action de la société est élevé plus la plus-value potentielle des dirigeants bénéficiaires de stocks-options est grande. Les dirigeants des sociétés cotées bénéficiaires de stocks-options ont intérêt à ce que les cours de l'action soient élevés. Ainsi les stocks options ont un grand effet incitatif à la hausse des cours de l'action, sur les dirigeants des sociétés.

### • **La rentabilité du capital**

Pour maintenir, le cours de l'action a un bon niveau en bourse, les dirigeants sont obligés de veiller à ce cas la rentabilité du capital soit bonne notamment en terme de **ROC (Return On Capital,)** voire de **RAROC (Risk Adjusted ROC,)** ou de **EVA (Equity/Value-Added)** et en terme de taux de dividende. Ainsi, ils sont incités à obtenir de bons résultats, à maîtriser les risques voire à améliorer la valeur ajoutée et aussi à avoir une stratégie financière compatible avec une bonne politique de dividendes.

Néanmoins, l'incitation du dirigeant bénéficiaire de stocks-options à maintenir les cours de l'action à un bon niveau par une politique de dividendes favorable à l'actionnaire peut déplacer sa stratégie d'autofinancement de la croissance du côté de la dette et donc de la détérioration de la solvabilité.

### • **Les opérations sur capital**

Les stocks-options constituent un bon mécanisme incitatif pour assainir les opérations sur capital : les dirigeants ont intérêt à veiller à ce que le capital ne se déprécie pas du fait de ces opérations et que le tier 1 soit suffisamment solide notamment grâce à un contrôle de la part des produits innovants de tier 1, des produits hybrides de tier 2 etc, et ce dans le but de maintenir l'action à un bon cours.

### • **Les résultats**

Avec les stocks-options, les dirigeants ont intérêt à obtenir de bons résultats en terme de bénéfice, de bénéfice marginale, de croissance voire de valeur ajoutée ce qui laisse supposer une bonne tactique concurrentielle, une structure interne efficace et une bonne tactique de croissance.

### • **La solvabilité**

Dans la mesure où toute perte de solvabilité peut à court-moyen terme se répercuter sur le cours de l'action en bourse, les stocks options incitent les dirigeants à gérer la marge de solvabilité au mieux notamment avec un bon arbitrage capital/dette mezzanine et ou hybride/dette.

- **La communication financière**

Pour que le cours de l'action soit à la hauteur des performances de la société, même quand elles sont bonnes, les dirigeants sont tenus de soigner la communication financière notamment avec une bonne fréquence de notation etc... Quand la société a quelques difficultés une bonne communication financière permet à l'investisseur (notamment les fonds de capital-risque) de les estimer à leur juste niveau et quand il y a lieu de croire encore à l'action de la société : ce qui peut amoindrir la chute du cours.

## **2. Les actions gratuites**

### **2.1 Principe des actions gratuites**

La distribution d'actions gratuites (performance shares) a lieu lors d'une augmentation du capital social par incorporation des réserves. La distribution aux actionnaires se fait en proportion des actions qu'ils détiennent. Une telle opération se traduit par un ajustement mécanique du cours boursier à la baisse, le produit du nombre d'actions avant l'opération par la valeur unitaire de l'action étant égal au nouveau nombre d'actions multiplié par la nouvelle valeur de l'action. Cette opération est souvent destinée à accroître la liquidité de l'action en rendant sa valeur unitaire plus faible. A la faveur d'une distribution d'actions gratuites, les dirigeants des sociétés cotées peuvent en bénéficier comme incitation à la performance et à la participation.

Le contrat d'attribution stipule la valeur d'attribution, la maturation et le principe de calcul du nombre d'actions gratuites qui peut dépendre de la valeur d'acquisition et de la valeur d'attribution voire d'autres paramètres internes ou externes à la société.

### **1.1 Comptabilisation des actions gratuites**

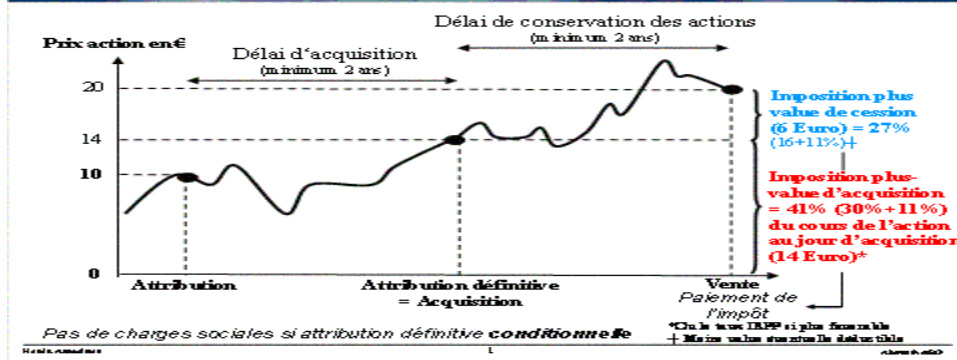
Les actions gratuites sont comptabilisées en tier 1 et sont distribuées par incorporation de réserves ou par un mécanisme de couverture des attributions d'actions gratuites par rachat d'actions sur le marché.

### **2.3 Fiscalité des actions gratuites**

Dès lors que **l'acquisition définitive des actions attribuées gratuitement soit conditionnelle** (ex de condition : non rupture de contrat de travail,) que **la période d'acquisition soit de minimum 2 ans**, que **les actions acquises soient conservées au moins 2 années supplémentaires**, les attributions gratuites bénéficient d'un traitement social et fiscal favorable (*voir graphique*):

- Tant l'employeur que le salarié sont exonérés de contributions sociales .
- **La valeur d'acquisition est imposée à 41%.**
- **La plus-value de cession est imposée à 27% et toute moins-value est déductible des revenus de même nature.**
- **Les avantages fiscaux sur les plus-values de cession des actions gratuites ne sont pas plafonnés.**
- Le paiement des impôts sur les actions gratuites a lieu en une fois l'année de la cession des actions gratuites.

## Attribution d'actions gratuites sous la loi de finances 2005, article 83



### 2.4 Cadre réglementaire des actions gratuites

La loi de finances 2005 autorise les entreprises cotées ou non cotées à distribuer ou à émettre des actions gratuites pour rémunérer leurs salariés y compris les dirigeants.

- La part des actions gratuites est plafonnée à 10 % du capital.
- Pour bénéficier des avantages fiscaux, les actions gratuites doivent être conditionnelles, leur maturation doit être de 2 ans au moins et elles doivent être conservées au moins 2 ans entre l'acquisition et la cessation.

### 2.5 Effets incitatifs des actions gratuites sur les dirigeants des sociétés cotées

#### ▪ Incitation fiscale

L'abattement fiscal sans plafond sur la plus-value de cession des actions gratuites (plus-value d'acquisition imposée à 41% contre 27% pour la plus-value de cession,) conditionné par un délai de cession de 2 ans incite les dirigeants bénéficiaires d'actions gratuites à opter pour des positions longues sur les actions de la société dans leur portefeuille d'actifs privés. Ils sont donc incités à l'actionariat : ce qui constitue un bon gestion des conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants. Ainsi, le dirigeant-actionnaire est mieux placé pour porter les performances de la société et les perspectives d'évolution à long terme à leur plus haut niveau tout en tenant le plus grand compte des intérêts des actionnaires.

#### • Le cours de l'action en bourse

Les dirigeants des sociétés cotées bénéficiaires d'actions gratuites ont intérêt à ce que les cours de l'action soient élevés ne serait-ce que pour la cession de leurs actions gratuites.

- Par ailleurs, l'accroissement du niveau de participation des dirigeants par les actions gratuites ainsi que la nécessité de maintenir les cours de l'action en bourse, incitent les dirigeants à améliorer en permanence les performances de la société et les plans à long terme (rentabilité du capital, assainissement des opérations de haut de bilan, les résultats et la croissance, la solvabilité, la politique financière et la communication financière etc...)



### 3. Actions gratuites ou stocks-options : comparaison des effets incitatifs sur les dirigeants des sociétés cotées

#### 3.1 Fiscalité (voir tableau)

Du point de vue fiscal, les actions gratuites sont plus intéressantes, pour les dirigeants bénéficiaires que les stocks-options. En effet, le taux d'imposition n'est que de 27% pour les plus-values de cession d'actions gratuites et sans aucun plafond alors qu'il n'est de 27% pour les plus-values de cession des actions issues de stocks-options que dans la limite d'une plus-value de 152.500 Euros (au delà le taux d'imposition est de 41%.) Par ailleurs les impôts sur les actions gratuites sont payables l'année de la cession.

En outre, l'abattement fiscal sur les actions gratuites conditionné par un délai de rétention de 2 ans entre l'acquisition et la cession ainsi que le paiement des impôts en une fois l'année de la cession incitent les dirigeants à participer au capital de la société, et partant à devenir de véritables **dirigeant-actionnaires**.

Impôts et prélèvements sociaux des options et actions			
	Stock options	BCE	Actions gratuites
<b>Attribution, acquisition</b>	Montant imposé : différence entre la valeur de l'action au jour où l'option est exercée et la valeur de l'action au jour où l'option a été attribuée. L'imposition avant 5 ans est calée sur l'IR. L'imposition après 5 ans est de 41 % ou calée sur l'IR.	Pas d'imposition.	Montant imposé : valeur d'attribution  L'imposition est de 41 % ou calée sur l'IR.
<b>Cession</b>	Montant imposé : différence entre le cours de cession et le cours d'acquisition. Le plafond est de 152.500 euros. L'imposition est de 27 %.	L'imposition avant 3 ans est de 41 %. L'imposition après 3 ans est de 27 %.	Montant imposé : différence entre le cours de cession et cours d'acquisition L'imposition est de 27 %.

#### 3.2 La « gratuité » des actions gratuites

Alors que les stocks-options nécessitent des liquidités de la part du dirigeant pour l'achat des actions optionnelles (par ex la partie liquide d'un portefeuille PEA, voire une vente à découvert) les actions gratuites ont une « gratuité » qui peut être intéressant pour les dirigeants les moins fortunés.

#### 3.3 Rémunération en actions ou salaire

Depuis 2005 avec les IFRS-IAS, les stocks options passent en charges dans les résultats des sociétés : ce qui risque de leur donner un certain aspect de **rémunération assimilable aux salaires et autres traitements** aux yeux de certains dirigeants. Dès lors, **les actions gratuites l'emportent en matière d'incitation à la participation.**

### **3.4 Arbitrage long terme/court terme**

Dans la mesure où les effets incitatifs des actions gratuites sont plus orientés « participation » alors que ceux des stocks-options sont orientés hausse des cours de l'action voire surévaluation de l'action, les actions gratuites permettent de fidéliser à long-terme les dirigeants, de fortifier et de pérenniser le contrat de confiance entre actionnaires et dirigeants en matière de bonne gouvernance si bien que dans leurs processus décisionnels, les dirigeants tiennent le plus grand compte des intérêts de la société à long terme (croissance à long terme, politique financière à long terme etc...)

Par exemple, les actions gratuites incitent les dirigeants à exploiter intégralement le potentiel de croissance de la société et à avoir une bonne politique d'autofinancement et de gestion des opérations de haut de bilan, une bonne politique d'endettement afin de préserver la solvabilité à court terme comme à long terme.

### **3.5 Les critères de performance**

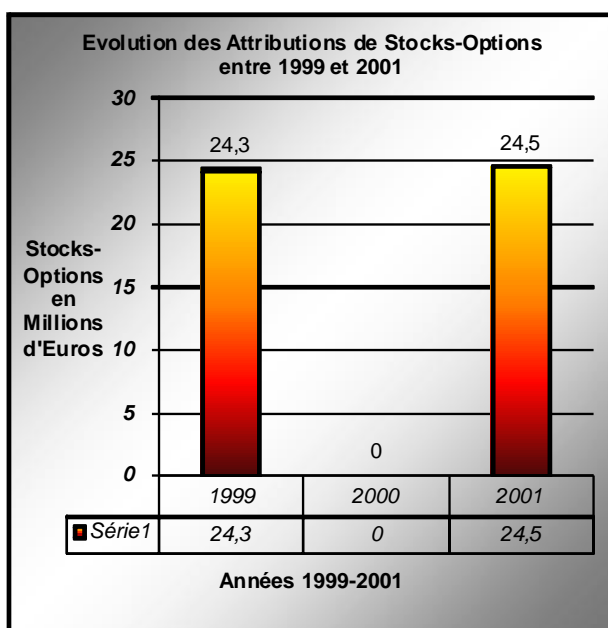
Avec les actions gratuites, il est possible d'aller encore plus loin en matière d'incitation notamment avec le conditionnement de leur attribution à des critères de performance plus spécifiques à telle ou telle société, telle ou telle catégorie de dirigeant.

Ainsi des critères comme le rendement relatif de l'action de la société en bourse par rapport à un indice ou un groupe de sociétés cotées (Relative Total Shareholder Return,) la Market Value Added (MVA,) le taux de croissance, la marge opérationnelle etc, peuvent être utilisés pour obtenir un effet incitatif plus complet qu'avec les stocks-options.

### **3.6 Exemple : La Société Générale**

L'analyse des attributions de stocks-options et des autres octrois issus d'un programme d'incitation à l'actionnariat salarié (intéressements et abondements participatifs etc) d'une part, et d'autre part, des performances de la Société générale en terme de cours de l'action, ROE et de résultat brut d'exploitation, entre 1999 et 2004 montre que :

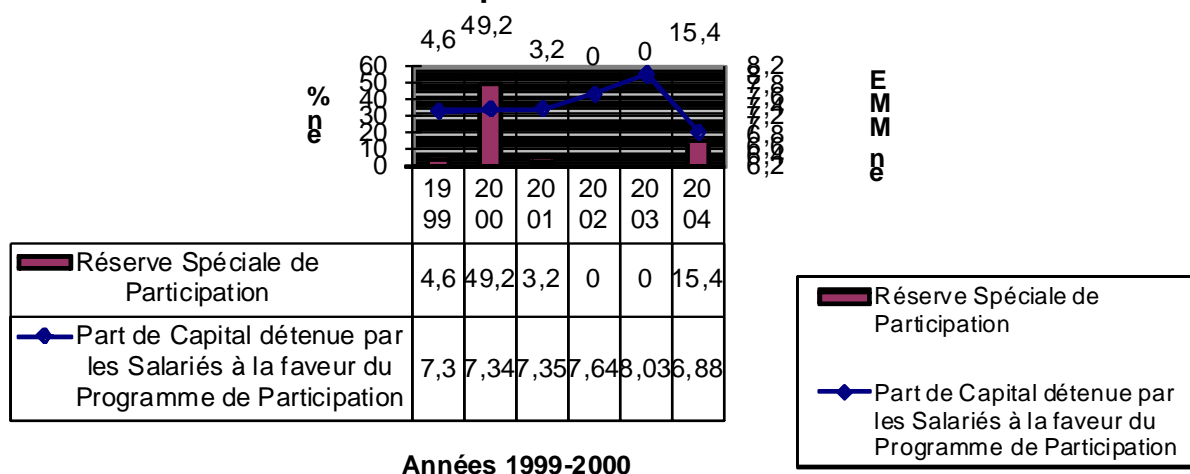
- **L'attribution de stocks-options aux dirigeants est stable pour un montant de l'ordre de 24 millions d'Euros par an soit 0,15% des fonds propres entre 1999 et 2001 (voir figure.)**
- Les Réserves Spéciales de Participation qui n'étaient que de 4,6 millions d'Euros en 1999 sont passées à 49,2 millions d'Euros en 2000 soit 0,4% des fonds propres en 2000, année à partir de laquelle la part du capital détenue par les salariés a fait un bond (de 7,34% en 2000 à 8,03% en 2003) avant de se stabiliser
- **En résumé, Les mécanismes incitatifs alternatifs aux stock-options (intéressements et abondements participatifs etc) ont commencé à se substituer aux stocks-options à partir de l'année 2000. En juin 2005, les salariés de la SG détiennent 7,1% du capital (voir figure.)**



OPTIONS GRANTED			
Date granted	Strike price*	Number of beneficiaries	Number of options
<b>Feb. 16, 1994</b>	EUR 22.60 <sup>(a)</sup>	231	1,209,400
	<i>of which management</i>	25	340,600
<b>March 15, 1995</b>	EUR 15.29 <sup>(a)</sup>	249	1,755,200
	<i>of which management</i>	24	496,300
<b>June 19, 1996</b>	EUR 17.04 <sup>(a)</sup>	7	1,280,000
	<i>of which management</i>	-	0
<b>June 25, 1997</b>	EUR 18.94 <sup>(a)</sup>	334	1,690,760
	<i>of which management</i>	27	594,000
<b>June 24, 1998</b>	EUR 45.35 <sup>(a)</sup>	541	1,953,200
	<i>of which management</i>	25	451,200
<b>Sept. 8, 1999</b>	EUR 48.50 <sup>(a)</sup>	714	3,502,400
	<i>of which Executive Committee</i>	9	502,000
<b>Aug. 2, 2000</b>	EUR 51.00 <sup>(a)</sup>	1,477	2,268,000
	<i>of which Executive Committee</i>	-	0
<b>Jan. 12, 2001</b>	EUR 66.00 <sup>(a)</sup>	258	3,116,500
	<i>of which Executive Committee</i>	9	371,750*
			371,750**
			16,775,460
	<i>of which management</i>		3,127,600

<b>Nombre d'options attribuées</b>	16 775 500
<b>Nombre d'options en vigueur</b>	12 938 700
<b>Part du capital consacré au stock-options</b>	3,00 %
<b>Nombre de bénéficiaires</b>	2 000
<b>Salarié bénéficiaires (en % de l'effectif)</b>	2,31 %
<b>Nombre de membres du comité de direction</b>	30
<b>% d'options attribuées à l'équipe dirigeante</b>	19,34 %
<b>Plus-value potentiel total</b>	474 884 700 €
<b>Plus-value potentiel par dirigeant</b>	3 061 661 €
<b>Plus-value potentiel moyenne des autres bénéficiaires</b>	194 434 €

### Evolution des Réserves Spéciales de Participation et de la Part de Capital détenue par les Salariés à la faveur du Programme de Participation entre 1999 et 2004



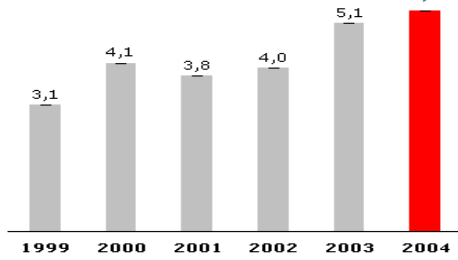
### Répartition de la souscription en capitaux (en M EUR)



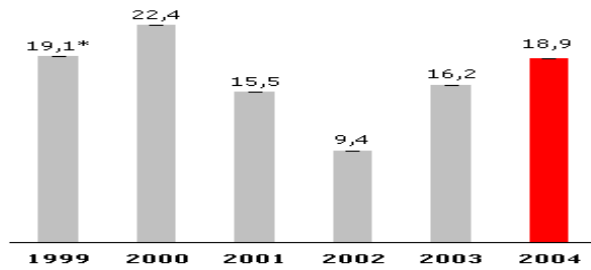
Par ailleurs, l'étude des résultats des performances de la SG (voir figures) montre que :

- **Le cours en bourse est passé** d'environ 120 Euros en 2000 à 60 Euros en 2001 avant de se stabiliser entre 80 et 90 Euros en 2005.
- **Le résultat brut d'exploitation a est passé** de 4,1 milliards d'Euros en 2000 à 3,8 milliards d'Euros en 2001 avant de remonter progressivement à 5,4 milliards d'Euros en 2004.
- **Le ROE est passé** de 22,4% en 2000 à 9,4 % en 2002 avant de remonter progressivement à 18,9 % en 2004 (voir figures Résultat en milliards d'E et ROE en %.)

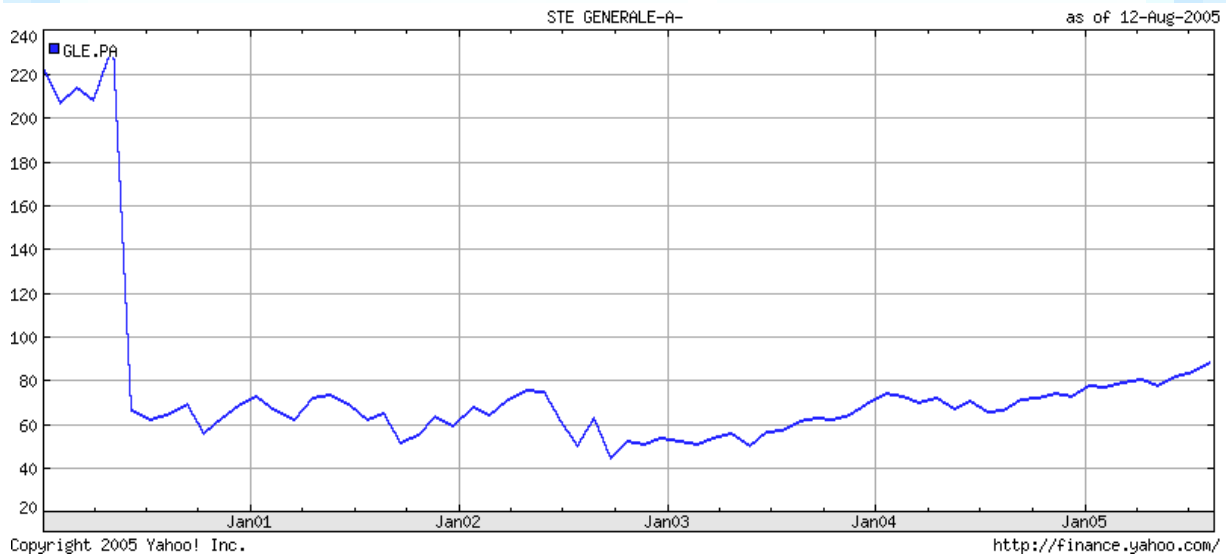
**RESULTAT BRUT D'EXPLOITATION**



**ROE**

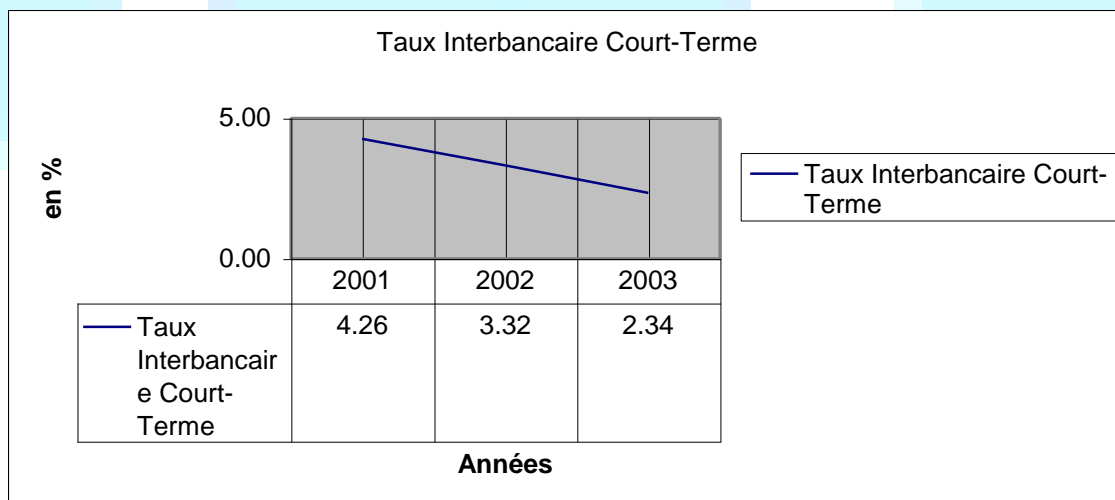


**Cours de l'action en Euros**



Parallèlement :

- **Les taux d'intérêt à court-terme sur le 1<sup>er</sup> marché sont restés stables à environ plus de 4% entre 2000 et 2001 avant de chuter jusqu'à environ 2,3% en 2003 et sont restés à moins de 3% en 2005 (voir figure.)**



### **En résumé :**

Cette analyse montre que la substitution progressive des mécanismes alternatifs d'incitation à la performance (intéressements et abondement participatifs, voire actions gratuites à la faveur de la loi de Finance 2005) aux stocks-options, alors que les taux d'intérêt entre 2000 et 2001 sont restés stables à environ 4%, serait en partie à l'origine de la baisse du cours de l'action et des résultats de la SG enregistrée en 2000.

Néanmoins, dès 2001, le résultat d'exploitation est reparti en croissance et dès 2002 le ROE est reparti en croissance et le cours de l'action est revenu à entre 80 et 90Euros en 2005 alors que les taux d'intérêt sont restés faibles (entre 2% et 3%.)

Ainsi, le remplacement des stocks-options par des mécanismes alternatifs d'incitation à la participation dont les actions gratuites entraîne une période de latence due à la rigidité des dirigeants aux stocks-options pouvant entraîner une baisse des résultats. Cependant, à l'issue de cette période, les actions gratuites rentrent dans les mœurs et les résultats peuvent repartir.

## Epilogue

La comparaison des effets incitatifs des stocks-options sur les dirigeants des sociétés cotées montre que même si les deux ont les mêmes effets sur les performances internes à court terme (résultat, croissance à court terme, solvabilité à court terme,)

- les stocks-options sont plus de nature à inciter les dirigeants à adopter des stratégies haussières du cours de l'action en bourse,
- tandis que les actions gratuites les incitent à maintenir l'action à un bon niveau et à tenir le plus grand compte des performances à long terme (continuité des résultats, croissance soutenue, bonne solvabilité à court-moyen-long terme) et renforcent leur prise de participation en les transformant en dirigeant-actionnaire : ce qui constitue une meilleure approche dans la gestion des conflits d'agence entre actionnaire et dirigeant.

Par ailleurs, les actions gratuites font l'objet d'un abattement fiscal (plus-value d'acquisition imposée à 41% et plus-value de cession à 27% et sans plafond pourvu que le délai d'acquisition soit au moins de 2ans et le délai de cession de 2 ans) par rapport aux stocks-options (rabais imposé au titre de l'impôt sur les revenus, plus-value d'acquisition à 41% et plus-value de cession à 27% seulement pour un plafond de 152.500 Euros le reste étant à 41%, pour un délai minimal d'acquisition de 5ans.)

En outre, du fait de leur comptabilisation en charges, les stocks-options passent quelque part pour des salaires tandis que les actions gratuites sont des incitations à la participation et à la performance.

Enfin, les actions gratuites permettent de rendre les critères de performance plus complets et plus spécifiques au dirigeant concerné notamment avec l'introduction de critères comme le RTSR (Relative Total Shareholder Return,) la MVA (Market Value-Added,) le Ratio de Cooke-McDonough, le taux de croissance, la marge opérationnelle et le ROE.

En 2005, selon une enquête menée par Deloitte, 29% des sociétés américaines ont réduit l'usage des stocks options, 46% comptent le faire, 25% comptent les maintenir.

En France, selon la Cegos, 80 % des entreprises du CAC 40 disposent de plans de stocks-options. mais cet outil reste réservé à une élite : seuls 1 % des salariés sont concernés par ce mode de rémunération, à hauteur de 1,2 à 2 millions d'euros par bénéficiaire. Pour ces grands comptes, la Cegos ne note pas un recul des stock-options mais plutôt un "tassement".

En 2005, les plans d'actions gratuites portent sur 1% du capital en moyenne. **Les actions gratuites commencent à faire leur chemin comme alternatifs aux stocks-options.**