

Albioma

Opinion indépendante sur la valeur des BSAAR
dans le cadre de l'émission envisagée par la Société

Ce rapport d'expertise ne constitue pas une « Attestation d'équité »
au sens des articles 262-1 et suivants du Règlement Général
de l'Autorité des Marchés Financiers.

Novembre 2018

Transactions

Disputes

Turnarounds

Decisions

A l'attention de M. Frédéric Moyne

Albioma
Tour Opus 12
La Défense 9
77 Esplanade du Général de Gaulle
92914 La Défense Cedex

Neuilly-sur-Seine, le 8 novembre 2018

Confidentiel

Objet : Opinion indépendante sur la valeur des BSAAR dans le cadre de l'émission envisagée par la Société

Monsieur,

Pour faire suite à votre demande, je vous prie de bien vouloir trouver ci-après les conclusions des travaux d'évaluation que nous avons réalisés sur les bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables (« **BSAAR** ») que *Albioma* (la « **Société** », le « **Groupe** ») envisage d'émettre.

Contexte de la mission d'évaluation confiée à Accuracy

Albioma, société française cotée sur le compartiment B d'*Euronext Paris*, est un producteur d'énergie implanté en Outre-Mer, à l'île Maurice et au Brésil. Le Groupe est engagé dans la transition énergétique grâce à la biomasse et au photovoltaïque.

Aux termes de sa 15^{ème} résolution, l'Assemblée Générale Mixte des actionnaires de la Société du 30 mai 2018 a délégué au Conseil d'Administration sa compétence à l'effet de décider l'émission de BSAAR, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit de salariés et dirigeants mandataires sociaux exécutifs de la Société et de ses filiales.

Le Conseil d'Administration fixera le prix d'émission des BSAAR après avis pris auprès d'un expert indépendant.

C'est dans ce contexte que vous avez sollicité *Accuracy* à l'effet d'obtenir une évaluation indépendante de la valeur de marché des BSAAR. Cette évaluation s'appuiera notamment sur les caractéristiques des BSAAR que vous aurez définies.



Présentation d'Accuracy

Accuracy est une société de conseil en finance d'entreprise détenue en totalité par ses Associés. Implantée en Europe, en Amérique du Nord, en Afrique et en Asie, *Accuracy* propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyses de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de près de 400 consultants (dont environ 200 à Paris), *Accuracy* dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (management package, options, actions de préférence, etc.).

Personnel associé à la réalisation de la mission et qualification

Henri Philippe, associé d'*Accuracy*, a dirigé la présente mission, avec l'assistance d'une équipe de consultants spécialisés dans l'évaluation d'instruments financiers complexes.

Henri Philippe est diplômé de l'*ESC Bordeaux*, titulaire d'un MBA de la *Wake Forest University* et docteur en finance. Henri Philippe a réalisé au cours des vingt dernières années de nombreuses missions d'évaluation d'entreprise et d'attestations d'équité, en particulier dans le contexte d'offres publiques sur les marchés. Il est également maître de conférences à l'*Ecole Nationale des Ponts & Chaussées* et chargé de cours à *HEC*, à l'*ENSAE* et à l'*Université Paris-Dauphine*.

Le contrôle qualité de la mission a été assuré par Christophe Leclerc, Associé fondateur d'*Accuracy*. Diplômé de l'*Ecole Polytechnique*, il avait auparavant acquis une expérience en conseil et audit financier au cours de dix années passées chez *Arthur Andersen*, puis *Ernst & Young*. Christophe Leclerc est notamment spécialisé dans l'évaluation de produits complexes de type *management packages* dans le cadre d'opération de *LBO*.

Diligences effectuées

1. Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- revue des caractéristiques des BSAAR ;
- analyse des informations de marché pertinentes disponibles sur la Société à la date d'évaluation ;
- création d'un modèle d'évaluation adapté aux caractéristiques des BSAAR ;
- rédaction du présent rapport d'évaluation.

2. Calendrier de l'étude

Accuracy a été mandaté par la Société le 27 août 2018 et a mené ses travaux depuis cette date jusqu'à l'émission du présent rapport.

3. Informations utilisées

Les principales informations utilisées dans le cadre de notre mission peuvent être classées comme suit :

- Termes et Conditions du 8 novembre 2018 détaillant les caractéristiques des BSAAR ;
- informations de marché diffusées par les bases de données financières *Bloomberg* et *Capital IQ*.

Déclaration d'indépendance

Accuracy atteste l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission.

Limites de nos travaux

Nous avons considéré que toutes les informations (de nature économique, juridique, comptable et financière) qui nous ont été communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi. Conformément à la définition de notre mission, ces informations n'ont fait l'objet d'aucune vérification indépendante de notre part.

Nos travaux ont reposé essentiellement sur le jeu d'hypothèses décrit plus bas. Tout ajustement de l'une ou l'autre de ces hypothèses conduirait mécaniquement à des résultats différents de ceux qui sont présentés plus loin.

Caractéristiques des BSAAR

D'après la description qui nous a été transmise par son management, la Société envisage l'émission de BSAAR qui présenteraient les caractéristiques suivantes :

- Chaque BSAAR donne le droit d'acquérir une action *Albioma*.
- Le prix d'exercice des BSAAR sera égal à 120 % du cours de référence, le cours de référence étant égal à la moyenne des cours de clôture de l'action *Albioma* pour les 20 séances de bourse précédant le 8 novembre 2018, date à laquelle l'ensemble des termes et conditions des BSAAR seront arrêtés par le Conseil d'Administration.
- Les BSAAR pourront être remboursés par la Société, à son initiative et à partir de 60 jours à compter de leur date d'exercice, au prix unitaire de 0,01 € dès lors que le cours de bourse de l'action *Albioma* excède 41,80 €. Les porteurs de BSAAR auront néanmoins la possibilité d'éviter ce remboursement en exerçant leur BSAAR avant la date fixée pour le remboursement.
- En cas de départ de la Société, les détenteurs des BSAAR ne sont pas tenus de les céder ni de les exercer.
- En cas de versement de dividende supérieur à 3,5 %, la parité d'exercice des BSAAR sera ajustée selon une formule afin de protéger les porteurs de BSAAR.



-
- Les BSAAR ne seront pas exerçables pendant les trois premières années suivant leur acquisition.
 - Les BSAAR seront caducs au terme de la sixième année suivant la date d'émission.
 - La Société envisage d'émettre 1 071 731 BSAAR, soit environ 3,3 % du capital de la Société après dilution.

Méthodologie d'évaluation des BSAAR

Les BSAAR sont donc des options d'acquisition d'actions assimilables à des options incessibles à fenêtre d'exercice.

La valeur de ces options a été estimée en considérant le prix que serait susceptible de payer un investisseur financier quelconque (patrimoine correctement diversifié), bien informé et sans contrainte.

Les BSAAR ont été évalués en mettant en œuvre un modèle d'évaluation d'options que nous avons développé spécifiquement afin de prendre en compte la fenêtre d'exercice et la clause de forçage. Ce modèle repose sur l'approche binomiale de Cox, Ross & Rubinstein (CRR) couramment utilisée pour l'évaluation d'options complexes.

L'approche binomiale est fondée sur la construction d'un arbre qui décrit la totalité du champ d'évolution possible du cours de l'action sous-jacente à l'option. À chaque nœud de cet arbre, la valeur de l'option est calculée de la manière suivante :

- si le cours du sous-jacent est inférieur au prix d'exercice, l'option n'est pas exercée ;
- dans le cas contraire et si le seuil de forçage n'est pas atteint, la valeur de l'option est déterminée comme étant le maximum entre la plus-value instantanée réalisée en cas d'exercice et l'espérance de la plus-value au prochain nœud ;
- si le cours de l'action dépasse le seuil de forçage prédéfini, on considère alors que la condition de forçage est réalisée, si bien que la valeur de l'option correspond à celle obtenue au seuil de forçage.

Ce modèle permet donc de prendre en compte la totalité des spécificités des BSAAR, à la seule exception de l'incessibilité. L'impact de cette dernière caractéristique sur la valeur des BSAAR a été estimé par le biais d'une décote appliquée aux estimations issues du modèle d'évaluation décrit ci-dessus.

Pour la mise en œuvre de ce modèle, nous avons retenu les paramètres suivants :

- La valeur du sous-jacent de l'option correspond à la valeur de l'action à la date d'attribution des BSAAR. Pour les besoins de nos simulations, nous avons retenu une valeur de 17,41 €, laquelle correspond à la moyenne des 20 derniers cours de clôture de la Société à la clôture du 7 novembre 2018. Pour mémoire, à cette même date le cours de l'action s'établissait à 17,36 €.
- Le prix d'exercice s'établit à 20,90 € ($120 \% \times 17,41 \text{ €}$, arrondi à la deuxième décimale supérieure).
- La clause de forçage s'établit à 41,80 € ($200 \% \times 20,90 \text{ €}$).

- Le taux sans risque retenu est de 0,20 %, soit le rendement offert par l'OAT 6 ans à la date du présent rapport.
- Il a été tenu compte d'une marge de prêt-emprunt de titres (repo rate) de 1,5 %. Ce niveau de marge reflète la taille de la société, la taille du flottant (sur le compartiment B d'Euronext Paris) et le niveau de liquidité du titre.
- Le rendement de l'action (*dividend yield*) a été estimé à 3,5 %, compte tenu des dividendes historiques versés et des perspectives de progression du rendement de l'action anticipées par le management de la Société (annexe 2). Cette estimation a été considérée comme raisonnable par le management de la Société.
- La volatilité attendue à long terme par les investisseurs financiers sur l'action *Albioma* a été estimée dans une fourchette comprise entre 20 % et 25 %. Cette estimation est fondée sur l'analyse détaillée en annexe 1.

S'agissant de l'incessibilité des bons, ce paramètre (non pris en compte dans le modèle d'évaluation) a été intégré de façon usuelle au moyen d'une décote appliquée aux estimations issues du modèle d'évaluation. Cette fourchette a été estimée dans une fourchette de taux compris entre 20 % et 30 %, sur la base des analyses détaillées en annexe 3 et en considérant que le détenteur des bons ne pourra ni les céder ni les exercer avant trois ans.

Résultat de nos travaux d'évaluation

Les résultats de notre méthodologie d'évaluation sont présentés dans le tableau ci-dessous. Ces estimations, qui s'appuient notamment sur un cours de référence de l'action de 17,41 € et un rendement estimé de l'action estimé à 3,5 %, prennent en compte trois niveaux de volatilité de l'action (20,0 %, 22,5 % et 25,0 %), ainsi que deux niveaux de décote d'incessibilité (20 % et 30 %).

Valeur théorique d'un BSAAR

en €		Volatilité		
		20,0 %	22,5 %	25,0 %
Décote d'incessibilité	20 %	0,71	0,93	1,16
	30 %	0,62	0,82	1,02

La valeur unitaire estimée d'un BSAAR ressort dans une fourchette d'estimations comprises entre 0,62 € et à 1,16 €.

Sur cette base, le prix de 0,90 € envisagé par la Société pour l'émission des BSAAR nous semble raisonnable.

Neuilly-sur-Seine, le 8 novembre 2018

Pour Accuracy,



Henri PHILIPPE

Associé



Christophe LECLERC

Associé

Annexe 1. Analyse de la volatilité attendue à long terme par les investisseurs financiers sur l'action *Albioma*

La volatilité attendue à long terme par les investisseurs financiers sur une action donnée n'est pas directement observable sur le marché puisqu'il s'agit de l'estimation d'une volatilité future.

Méthodologie

Deux approches peuvent être envisagées pour estimer cette volatilité anticipée.

- **L'approche historique** consiste à observer la volatilité de l'action considérée sur une période passée adéquate (on parle alors de « volatilité historique »). Elle est traditionnellement mise en œuvre sur de longues périodes (2 à 5 ans) qui correspondent à la maturité de l'instrument évalué. Cette première approche suppose que les réalisations passées sont des indicateurs pertinents pour estimer la volatilité future. La pertinence des estimations issues de cette approche peut pourtant être amoindrie par la survenance au cours du passé récent d'événements de caractère exceptionnel (fusion ou acquisition de grande envergure, événement terroriste, krach boursier, etc.). Dans un tel contexte, sauf à considérer ces événements comme récurrents, la volatilité historique n'est plus nécessairement un indicateur satisfaisant pour estimer la volatilité future.
- **L'approche implicite** repose sur l'observation des instruments optionnels (options, warrants, etc.) portant sur le même sous-jacent (on parle alors de « volatilité implicite »). Elle consiste, en se reposant sur un modèle d'évaluation d'options, à déterminer la volatilité qui permet d'expliquer le prix des instruments optionnels observés sur le marché. Malheureusement, dans la plupart des cas, les instruments optionnels cotés en bourse ont une maturité relativement courte (rarement supérieure à 1 an) qui n'offre qu'une estimation de la volatilité anticipée à court terme par les investisseurs. En outre, quand bien même il existerait des instruments à plus long terme, ceux-ci ont bien souvent des caractéristiques intrinsèques (absence de liquidité ou cotation très en dehors de la monnaie par exemple), qui biaisent l'estimation de la volatilité (phénomène de « *smile* »).

Comme on le voit, aucune de ces deux approches n'est entièrement satisfaisante. S'agissant d'estimer la volatilité future, les deux approches doivent donc être menées de front. Malheureusement, dans le cas présent, nous n'avons pas identifié d'option cotée dont le sous-jacent est l'action *Albioma*. Notre estimation de la volatilité attendue de l'action *Albioma* repose donc uniquement sur une analyse de la volatilité historique du cours de l'action.

Estimation de la volatilité historique

Dans le cas présent, la volatilité historique de la rentabilité de l'action *Albioma* a été observée sur une base quotidienne sur plusieurs échéances comme le montre le tableau ci-après. La volatilité de l'action *Albioma* est relativement stable, comprise dans une fourchette entre 19,9 % et 25,1 %.

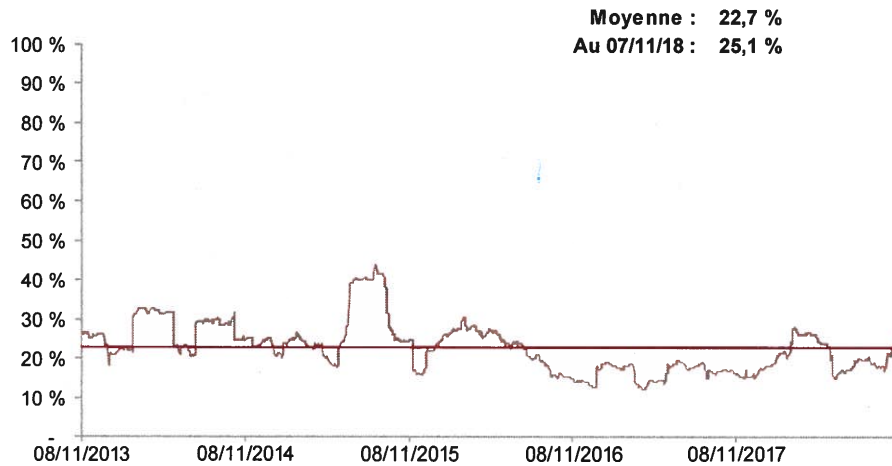
Volatilité historique de l'action Albioma

	3 mois	6 mois	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans	6 ans
Albioma	25,1 %	22,4 %	22,6 %	19,9 %	20,9 %	22,9 %	23,8 %	24,1 %

Source : Capital IQ, 07/11/2018

Le graphique suivant confirme cette première constatation : la volatilité moyenne sur 3 mois s'établit à un niveau similaire légèrement supérieur à la moyenne observée sur longue période (22,7 % sur 5 ans).

Evolution de la volatilité 3 mois



Source : Capital IQ, 07/11/2018

Ainsi, la volatilité a été fixée dans une fourchette d'estimations comprises entre 20 % et 25 %.



Annexe 2. Analyse du taux de rendement en dividendes de l'action (*dividend yield*)

Albioma - Historique des dividendes

Date de versement	Montant (€)	Cours correspondant (€)	Taux de rendement
10/07/2018	0,60	18,6	3,2 %
10/07/2017	0,57	20,5	2,8 %
04/07/2016	0,57	14,2	4,0 %
02/07/2015	0,64	14,6	4,4 %
02/07/2014	0,60	18,8	3,2 %
05/07/2013	0,59	14,0	4,2 %
05/07/2012	0,57	11,0	5,2 %
07/07/2011	0,70	16,9	4,1 %
08/07/2010	0,70	21,0	3,3 %
22/07/2009	1,21	26,0	4,7 %
12/06/2008	1,21	52,3	2,3 %
13/06/2007	1,10	47,1	2,3 %
05/06/2006	1,00	30,4	3,3 %
03/06/2004	0,25	7,3	3,3 %
02/06/2003	0,23	4,4	5,2 %
18/06/2002	0,20	4,8	4,2 %
18/06/2001	0,10	3,6	2,8 %
21/06/2000	0,05	1,5	3,3 %
21/06/1999	0,04	1,1	3,3 %
29/06/1998	0,03	1,0	3,0 %
16/06/1997	0,03	0,9	3,6 %
10/06/1996	0,03	0,9	3,1 %
19/06/1995	0,03	0,8	3,4 %
Moyenne			3,6 %



Annexe 3. Analyse de la décote d'incessibilité

Les bons attribués dans le cadre de l'émission de BSAAR envisagée par la Société ne sont pas librement cessibles sur le marché et ne sont cessibles qu'avec l'agrément de la Société. Le détenteur du bon, quel qu'il soit, est dans l'incapacité non seulement de le céder pendant 3 ans (sauf agrément de la Société) mais aussi de l'exercer pendant 3 ans. Le détenteur du bon ne pourra donc accéder à la liquidité de son actif qu'au bout d'une période des trois ans au minimum. Une partie des fonds investis supporte donc un certain coût lié à l'incessibilité de son investissement. Ce coût est cependant difficilement quantifiable.

Études académiques sur le coût de l'incessibilité

Les quelques études académiques sur le sujet de l'incessibilité (M. Brener *et alii*, « The Price of Options Illiquidity », *Journal of Finance*, n°26, 2001 ; F. Longstaff, « Asset Pricing in Markets with Illiquid Assets », papier de recherche, *University of California at Los Angeles*, 2005) font état **d'une décote de l'ordre de 15 % à 30 %**, selon la volatilité de l'instrument et de la durée de la période d'incessibilité, sur des périodes d'incessibilité relativement courtes (six mois) et sur des instruments financiers moins risqués et moins complexes que les BSAAR.

Approche par les coûts de transaction

L'action *Albioma* étant cotée, le risque lié à l'incessibilité pourrait théoriquement être couvert en arbitrant sur le marché (stratégie consistant à créer un portefeuille composé de l'action et d'un emprunt dans des proportions qui varient au cours du temps). Cependant, dans la mesure où elle devrait être mise en œuvre par une personne physique sur des volumes peu significatifs, cette stratégie engendrerait un coût vraisemblablement élevé. Ce coût de transaction, directement lié à l'incessibilité du bon pendant plusieurs années, justifie une décote.

Nous avons estimé ce coût de transaction en calculant le coût de cette stratégie de couverture sur une durée de trois ans, sur la base des caractéristiques de l'action *Albioma* évoquées plus haut (en termes de volatilité, *dividend yield*, etc.). Nous avons considéré un coût de transaction total de l'ordre de 1,0 % à 2,5 %.

En supposant que l'investisseur corrige seulement son portefeuille chaque semaine pendant la période d'incessibilité, le coût de la couverture peut être estimé dans **une fourchette entre 20 % et 40 % du prix de l'option** pour une période d'incessibilité de trois ans.

Approche par les décotes observées sur les émissions de BSAAR

Nous avons également réalisé une étude empirique sur la décote implicitement retenue au titre de l'incessibilité lors d'émissions de BSAAR réalisées sur le marché Eurolist ou Alternext d'Euronext Paris SA. 33 émissions d'OBSAAR et BSAAR intervenues entre juin 2005 et mai 2013 ont ainsi fait l'objet d'une étude approfondie. Nous n'avons pas identifié d'autres émissions de BSAAR pour lesquels l'information soit disponible pour suivre la décote d'incessibilité depuis cette date.

Pour chacune de ces émissions, la décote d'incessibilité a été estimée par différence entre le prix d'émission des BSAAR et la « valeur théorique » des BSAAR



La valeur théorique des BSAAR a été estimée pour chaque opération en mettant en œuvre un modèle d'évaluation d'options que nous avons développé spécifiquement pour tenir compte des caractéristiques générales des BSAAR décrits dans la note d'opération publique, à l'instar du modèle développé pour l'évaluation des BSAAR faisant l'objet du présent rapport. Ces modèles, qui reposent sur l'approche binomiale de Cox, Ross & Rubinstein (CRR) couramment utilisée pour l'évaluation de ce type d'options, permettent comme on l'a vu plus haut de prendre en compte la totalité des spécificités des BSAAR, à la seule exception de la période d'incessibilité.

Pour chaque émission, la différence entre le prix d'émission des BSAAR et leur valeur théorique ainsi estimée correspond à la décote d'incessibilité acceptée par les investisseurs financiers.

Comme le montre le tableau ci-après, les niveaux de décote ainsi observés ressortent dans une fourchette de taux relativement large comprise entre 18% et 59% pour les périodes d'incessibilité allant de 1 à 5 ans. Pour les options supportant une période d'incessibilité de 3 ans, **la décote d'incessibilité ressort en moyenne à 41 %, dans une fourchette de décotes comprises entre 28% et 55%.**

Emissions d'OBSAAR et de BSAAR étudiés

Nom	Date de l'opération	Duree d'incessibilité	Valeur théorique du BSAAR	Prix d'émission	Décote d'incessibilité
Unilog	juin-05	5,0	3,39	2,25	33,7 %
CS	mai -06	2,0	3,46	2,40	30,7 %
Havas (2006)	nov-06	4,0	0,82	0,34	58,4 %
Bonduelle	juin-07	3,0	10,84	7,50	30,8 %
HF Company	juin-07	3,0	2,76	2,00	27,6 %
Radiall (A)	juin-07	3,0	14,66	8,00	45,4 %
Radiall (B)	juin-07	2,0	11,15	6,00	46,2 %
EPI	janv-08	2,0	1,78	1,20	32,7 %
Havas	janv-08	4,0	0,63	0,34	45,8 %
Promeo*	janv-08	2,0	7,67	4,85	36,8 %
Akka	févr-08	2,0	1,28	0,70	45,2 %
LVL Medical	mai-08	2,0	2,84	2,00	29,7 %
Assystem*	juin-08	2,0	2,01	1,40	30,4 %
STEF*	juin-08	2,0	5,37	4,14	22,9 %
NextRadio TV	oct-08	3,0	2,38	1,68	29,4 %
Overlap*	déc 08	2,0	0,13	0,10	27,3 %
Bonduelle (2009)	mars-09	1,5	6,37	4,73	25,8 %
Capgemini*	mai-09	4,0	5,53	3,22	41,8 %
Access Commerce	juin-09	1,0	0,08	0,06	21,0 %
Demos	juil-09	1,5	1,66	0,91	45,0 %
Orpea	juil-09	2,0	4,32	2,70	37,6 %
Asy	sept-09	2,0	2,69	1,25	53,6 %
Mr. Bricolage	oct-09	2,0	1,30	0,80	38,5 %
Micropolc	nov-09	3,0	0,20	0,09	54,8 %
Cast	mai-10	2,0	0,23	0,19	17,5 %
Eurofins	mai-10	2,0	3,82	1,60	58,1 %
Mersen (2010)	juin-10	2,0	4,26	2,71	36,3 %
Cegid 1*	sept-10	2,0	2,58	1,50	41,9 %
Cegid 2*	sept-10	3,0	2,44	1,30	46,8 %
SQLI	mars-11	3,0	0,21	0,11	48,0 %
Fleury Michon	févr-13	3,0	4,95	2,82	43,0 %
Valtech 4A	mai-13	3,0	0,05	0,03	36,3 %
Valtech 5A	mai-13	3,0	0,05	0,03	43,1 %
Moyenne		2,52	n.a.	n.a.	38,2 %
Ecart-type		0,85	n.a.	n.a.	10,4 %
Médiane		2,00	n.a.	n.a.	37,6 %

Sources : Notes d'opérations disponibles sur le site de l'AMF, * Accuracy



Approche par un modèle d'évaluation d'option avec sauts

Nous avons également estimé le coût de l'incessibilité sur la base d'un modèle d'évaluation d'option avec saut. La maturité des BSAAR est relativement longue (plusieurs années) et en tout cas beaucoup plus longue que celle des options échangées traditionnellement sur les places boursières, pour lesquelles les modèles d'évaluation ont été conçus et dont la maturité est généralement de quelques semaines. Cette longévité élevée rend improbable les hypothèses traditionnelles de modélisation de l'évolution du sous-jacent, et plaide en faveur de l'idée de ruptures tendancielle.

En l'absence de clause d'incessibilité, l'existence de sauts contribue à la volatilité de l'action et donc à la valeur des bons. L'option, qui est fondamentalement asymétrique, peut bénéficier des sauts positifs et de la plus-value exceptionnelle en résultant et ne pas subir des sauts négatifs pour autant que le dirigeant puisse prévoir leur arrivée. La présence d'une clause d'incessibilité peut en revanche constituer un coût d'opportunité pour le détenteur des bons. Cette clause l'empêchera de revendre (ou d'exercer) après un saut positif devant être suivi de réajustements à la baisse.

Il est en conséquence illusoire de considérer qu'en présence d'une clause d'incessibilité les sauts contribuent à la valeur du bon : le surcroît de valeur lié à la volatilité des sauts échappe, en partie, au porteur des bons incessibles.

À partir de ce raisonnement, le coût de l'incessibilité a été déterminé en comparant la valeur de deux options identiques (de même maturité, non exerçables), si ce n'est que l'une bénéficie de l'ensemble de la volatilité de l'action (volatilité normale et sauts) et que l'autre ne bénéficie que de la volatilité de l'action, hors sauts.

À cet effet, les principaux paramètres retenus pour déterminer le coût de l'incessibilité par le biais de ce modèle sont les suivants : Prix initial de l'action, prix d'exercice, maturité, taux sans risque, volatilité, le nombre moyen annuel de sauts (positifs ou négatifs) et la variance de ces sauts.

Sur la base de ce modèle, le coût de la clause d'incessibilité ressort dans **une fourchette d'estimations comprises entre 16 % et 25 % de la valeur de l'option cessible.**

Conclusion

Dans le cadre de nos travaux, nous avons retenu pour la décote d'incessibilité une fourchette de taux compris entre 20 % et 30 %.

