

LA LETTRE DE XAVIER PAPER

WWW.XAVIERPAPER.COM

Numéro 61

Juillet 2013

"Article publié le 14 juin 2013 sur www.lasyntheseonline.fr "

MANAGEMENT PACKAGES : LES DIFFICULTES D'EVALUATION

Outil d'intéressement des managers au capital des entreprises, le management package a pour objectif principal d'aligner les intérêts des managers sur ceux des actionnaires, en particulier lors des opérations d'acquisition avec effet de levier (LBO, *leverage buy-out*). Le management package est un outil permettant d'organiser l'investissement des managers, leur rôle au sein de la société cible et leur rémunération lors du dénouement du LBO. Il revêt, dès lors, des formes complexes expliquant les difficultés rencontrées par les évaluateurs pour le valoriser.

DESCRIPTION DES MANAGEMENT PACKAGES

Le management package est un système de rémunération qui autorise des managers et/ou dirigeants à investir directement une partie de leur patrimoine dans l'entreprise par le biais d'options, de bons de souscription d'actions (BSA), d'obligations convertibles ou d'actions. Ce mécanisme permet, au moment du dénouement du LBO, un partage partiel de la plus-value avec les investisseurs financiers, initiateurs de l'opération, qui acceptent d'avoir un taux de rendement interne (TRI) sur leur investissement plus faible que celui des dirigeants en cas de succès de l'opération.

Les managers, qui disposent généralement d'une surface financière très inférieure à celle des investisseurs financiers, ne peuvent pas investir dans les mêmes proportions qu'eux. Dès lors, un des principaux objectifs de la négociation entre managers et investisseurs financiers porte sur les mécanismes à mettre en place afin d'augmenter la plus-value de sortie des managers. Dans ce cadre, les modes d'intéressement au capital retenus consistent généralement en l'émission d'options ou de BSA dont l'objet est de permettre aux managers de se « reluer » en fonction de la réalisation de certains objectifs et d'augmenter en conséquence leur quote-part de plus-value lors de la cession de la société cible acquise (cas de sortie). Les objectifs à atteindre correspondent en pratique au TRI et/ou au multiple de sortie obtenu par les investisseurs financiers.

EXEMPLE ILLUSTRATIF

Une société de Private Equity (l'investisseur financier) investit, en $t=0$, un montant $I=100$ de fonds propres pour les besoins de l'acquisition d'une société cible X, d'une valeur de 200, via une société holding H endettée à hauteur de $D=100$. Afin d'intéresser le management, l'investisseur financier propose un management package constitué d'options d'achat d'actions de la société holding H dont les caractéristiques sont les suivantes :

- l'investisseur financier ne rétrocede rien aux bénéficiaires des options si le TRI de l'investissement I est inférieur à 10% ;
- l'investisseur financier rétrocede 5% de la quote-part de plus-value correspondant à un TRI de l'investissement I compris entre 10% et 20% ;
- l'investisseur financier rétrocede 10% de la quote-part de plus-value correspondant à un TRI de l'investissement I supérieur à 20% ;

Les options sont supposées être non cessibles durant leur durée de vie et exerçables exclusivement en cas de sortie. En conséquence, dans l'hypothèse où l'investisseur financier récupérerait un [...]

[...] montant égal à 250, correspondant à un TRI de 26%, au moment de la sortie supposée intervenir en $t=4$, ce dernier rétrocéderait 7,3 aux managers, bénéficiaires des options. Les tableaux ci-dessous présentent le détail des calculs de rétrocession :

t =	0	1	2	3	4
I =	-100	0	0	0	250
TRI =	26%				

	tranche	plus-value	flux (%)	flux (#)
0%	0	n/a	n/a	n/a
10%	146	146	0%	0,0
20%	207	61	5%	3,0
26%	250	43	10%	4,3
rétrocession				7,3

DIFFICULTES D'EVALUATION

Les management packages se valorisent sur la base des méthodes optionnelles (Black-Scholes, méthode binomiale, Monte-Carlo). A cet égard, il convient de noter que la méthode binomiale et les simulations de Monte-Carlo sont les approches les plus utilisées car les plus souples en terme programmatique. Comme pour tout instrument optionnel, l'évaluateur doit en estimer les paramètres : cours de référence, taux sans risque, volatilité, taux de rendement, durée de vie estimée et prix d'exercice. Néanmoins, s'agissant d'un management package, il doit, en outre, faire face à certaines difficultés additionnelles. Ainsi, à titre illustratif :

- S'agissant de la volatilité, l'évaluateur doit constituer un échantillon de sociétés comparables cotées, les sociétés acquises étant le plus souvent non cotées, afin d'estimer la volatilité de l'actif économique de la société cible. Il doit, en outre, tenir compte de l'impact de l'endettement net de la holding, celui-ci affectant à la hausse la volatilité des actions de la holding, étant précisé que ces dernières représentent habituellement le sous-jacent des options ;
- S'agissant de la durée de vie estimée, l'évaluateur doit, en accord avec le management, élaborer les scénarios probabilisés de sortie possible ;
- Dans l'hypothèse où le management package correspond à des BSA, l'évaluateur doit estimer l'impact de la dilution, celle-ci étant fonction du nombre de BSA émis, lui-même fonction du montant rétrocedé ex-post ;
- Enfin, l'évaluateur doit apprécier la décote à appliquer (les options n'étant ni cessibles, ni exerçables jusqu'à la date de sortie), cette dernière étant fonction de la volatilité retenue et de la durée de vie estimée des instruments optionnels.

PAPER AUDIT & CONSEIL

222, boulevard Pereire
75017 Paris, France
+33 1 40 68 77 41
www.xavierpaper.com

Xavier Paper
+33 6 80 45 69 36
xpaper@xavierpaper.com

Patrick Grinspan
+33 6 85 91 36 23
pgrinspan@xavierpaper.com