

## OPÉRATIONS DE LBO : COMMENT ÉVALUER LES MANAGEMENT PACKAGES ?

Le management package, terme générique désignant l'ensemble des mécanismes de rémunération des managers de l'entreprise, a pour objet d'aligner les intérêts du management sur ceux des actionnaires investisseurs. Facteur clé de succès des entreprises sous LBO<sup>1</sup>, il est devenu au fil des ans un des éléments fondamentaux de la négociation entre managers et fonds d'investissement et tend désormais à se généraliser à toutes les entreprises. Après en avoir présenté les principales caractéristiques, nous nous attachons à décrire ci-après les méthodes d'évaluation susceptibles de lui être appliquées.

### 1. STRUCTURATION DES MANAGEMENT PACKAGES

En pratique, le management package résulte de la mise en place, par les actionnaires investisseurs, au profit des managers, d'un ou plusieurs instruments optionnels complexes, le plus souvent sur-mesure (BSA<sup>2</sup>, stock-options, contrat d'option d'achat d'actions, etc.), leur donnant un droit d'accès différé au capital social de la société cible ou de sa holding d'acquisition. A cet égard, il convient de rappeler que les options, caractérisées par de forts leviers, constituent des outils particulièrement adaptés aux besoins des managers qui n'ont généralement pas les mêmes capacités d'investissement que leurs actionnaires. Ce droit d'accès, qui se déclenche par palier, prend donc la forme d'une option construite de manière à permettre aux managers de profiter de l'éventuelle sur-performance de la société cible, le gain rétrocédé par les actionnaires investisseurs étant fonction de cette performance. Celle-ci est généralement calculée sur la base du TRI *ex-post* de l'investissement en capital réalisé par les actionnaires investisseurs ; la quote-part de gain rétrocédée par les actionnaires investisseurs, qui résulte d'une table de rétrocession, est d'autant plus importante que leur TRI est élevé.

### 2. POURQUOI VALORISER LES MANAGEMENT PACKAGES ?

Face au développement de cet outil d'intéressement, l'administration fiscale, qui porte de plus en plus d'intérêt aux conditions de souscription des managers, n'hésite plus à assimiler à une rémunération les avantages cachés susceptibles de résulter de la mise en place d'instruments optionnels dont les managers feraient l'acquisition sur des bases décotées par rapport à leur juste prix. Les textes fiscaux en vigueur étant pour le moins silencieux sur le thème de la valorisation des instruments optionnels, le recours à un expert indépendant est devenu de plus en plus fréquent. Il convient d'ajouter que son intervention, dont l'objet consiste à évaluer le prix des options consenties aux managers, permet d'éviter en outre les risques de conflits d'intérêt éventuels entre les différentes parties prenantes.

Les instruments optionnels étant par nature non liquides, non cessibles et complexes (puisque adaptés aux besoins spécifiques des managers à qui ils sont consentis), se pose le problème de leur valorisation.

---

<sup>1</sup> Leverage Buy Out

<sup>2</sup> Bon de souscription d'action

---

### 3. LES MÉTHODES DE VALORISATION DES MANAGEMENT PACKAGES

Les modèles d'évaluation utilisés pour valoriser ces options complexes se fondent sur les méthodes usuelles suivantes :

- le modèle de Black-Scholes, dont la formule analytique permet de calculer tous les cours possibles de l'action à terme et leurs probabilités d'occurrence en prenant pour hypothèse que leur évolution suit une loi de distribution de probabilité log-normale ;
- le modèle binomial, qui simule les trajectoires (discrètes) du cours de l'action par une succession de variations à la hausse et à la baisse prédéfinies aboutissant à une multitude de valeurs possibles du sous-jacent à l'échéance ; et
- le modèle de Monte-Carlo, qui calcule les cours possibles de l'action à l'échéance en suivant une procédure d'échantillonnage.

Chacune de ces méthodes permet donc de calculer les gains futurs possibles, actualisés ensuite au taux d'intérêt sans risque : on parle d'évaluation en univers risque-neutre.

Dans la plupart des cas, l'option à évaluer, ainsi que le sous-jacent correspondant, sont non liquides ou non cessibles ; dès lors, ils placent l'évaluateur dans l'obligation d'adapter les modèles précités, l'hypothèse de liquidité étant une condition *sine qua non* de leur utilisation. C'est pourquoi, en pratique, le modèle binomial, plus flexible car permettant la prise en compte de conditions particulières à chaque nœud de l'arbre, est probablement l'approche la plus couramment utilisée par les évaluateurs.

L'évaluation repose d'autre part sur la détermination d'un certain nombre de paramètres : le prix du sous-jacent, la maturité de l'option, le prix d'exercice, le loyer de l'argent et la volatilité. Cette dernière, qui mesure l'incertitude relative aux variations futures de l'action, à la hausse et à la baisse, constitue le paramètre central et le plus sensible de la valeur de l'option. En pratique, l'appréciation de la volatilité s'avère difficile en l'absence de cotation d'instruments financiers *ad hoc* émis sur le sous-jacent à l'option ; dans la majorité des cas, les actions de la société cible sous LBO ne sont pas cotées.

En définitive, l'évaluation du management package par un expert indépendant est devenue une étape indispensable dans la structuration des opérations de LBO ; elle constitue un art difficile nécessitant expertise, jugement et discernement, dès lors qu'elle doit donner lieu à une (juste) valeur incontestable pour chacune des parties prenantes.

---

#### PAPER AUDIT & CONSEIL

222, boulevard Pereire  
75017 Paris, France  
+33 1 40 68 77 41  
[www.xavierpaper.com](http://www.xavierpaper.com)

**Xavier Paper**  
+33 6 80 45 69 36  
[xpaper@xavierpaper.com](mailto:xpaper@xavierpaper.com)

**Patrick Grinspan**  
+33 6 85 91 36 23  
[pgrinspan@xavierpaper.com](mailto:pgrinspan@xavierpaper.com)