

# L'art délicat de l'évaluation des management packages

Les management packages répondent à des objectifs multiples : motiver le dirigeant, faire converger ses intérêts avec ceux des actionnaires, indexer les gains des managers sur la valeur créée pour les investisseurs, etc. Pour remplir ces objectifs, les sociétés disposent d'un éventail d'instruments : actions ordinaires ou de préférence, bons de souscription d'actions (BSA), options, promesses, etc.

Dans la plupart des cas, le management package ne se contente pas de faire du dirigeant un actionnaire comme les autres (investissement pari passu), mais lui donne la possibilité de bénéficier d'un effet accélérateur via un mécanisme de sweet equity ou l'utilisation de contrats de nature optionnelle.

La question de la valeur des management packages répond à plusieurs enjeux : pour le manager, sécuriser du point de vue fiscal un investissement conséquent et mesurer la juste valeur du package proposé ; pour la société ou les investisseurs, mesurer le coût de ces outils.

Cette appréhension particulièrement délicate de la valeur de ces packages tient au fait que leur valeur est soumise à un empilement d'effets de levier :

- l'effet de levier opérationnel de l'entreprise, une partie de ses coûts étant fixes ;
- l'effet de levier financier, propre aux opérations de LBO ;
- l'effet de levier optionnel, conséquence de l'utilisation d'outils conditionnels.

Ce cumul d'effets de leviers explique le caractère explosif des valeurs en sortie des management packages, mais aussi le niveau relativement modeste de l'investissement initial au regard des gains poten-

tiels. Il met aussi en avant la difficulté de l'évaluation de tels outils : combien vaut un instrument qui, dans la plupart des cas (décroissance, stabilité ou croissance limitée de la profitabilité de l'entreprise) aura une valeur nulle en sortie, mais qui dans un nombre limité de cas, pourra générer des gains extrêmement substantiels ? Ceci est source de nombreuses discussions, l'espérance de ce gain étant très éloignée de sa valeur absolue.

On comprend aussi aisément que la valeur d'un management package est unique et ne peut pas être comparée avec celle d'un autre quand les structures de coûts, le levier financier, la structure du capital et le mécanisme de partage de la valeur différent... c'est-à-dire dans 99% des cas.

## Combien vaut un instrument qui dans la plupart des cas aura une valeur nulle en sortie, mais qui dans un nombre limité de cas pourra générer des gains extrêmement substantiels ?

La valeur de ces management packages est donc régulièrement l'objet de discussions entre les managers et les investisseurs, d'autant plus que les modèles classiques d'évaluation d'options sont ici en difficulté :

- ces modèles servent à évaluer des options de maturité courte (quelques mois), alors que l'investissement des managers couvre des durées très longues (plusieurs années) ;
- la variation de l'effet de levier financier au cours du temps n'est pas prise en

compte par ces modèles et nécessite des ajustements ;

- les packages contrairement aux options classiques ne sont pas cessibles, ce coût d'incessibilité n'est pas déterminable par ces modèles ;
- les managers ne peuvent pas diversifier leur patrimoine, couvrir ou arbitrer leur investissement.

Le travail de l'évaluateur ne se limite donc pas à faire tourner des modèles ou appliquer des formules trouvées sur Internet. Toute évaluation de ces management packages doit prendre en compte ces limites et proposer des solutions adéquates à ces difficultés pour estimer la juste valeur de ces instruments au risque de surestimer celle-ci de manière très significative.

Il se doit de mettre en œuvre des méthodes d'évaluation adaptées au contexte particulier des management packages, l'utilisation de plusieurs méthodes étant toujours préférable afin d'éviter les erreurs difficilement détectables dans des modèles complexes (symptôme de la boîte noire) et répondre à l'attente de l'administration fiscale en matière d'évaluation multicritère.

Par ailleurs, toute valeur d'option est sensible à un paramètre clé : la volatilité anticipée sur la période de l'option. Généralement, cette volatilité anticipée est déterminée à l'aide de la volatilité historique constatée sur des sociétés comparables cotées. Ceci soulève deux problèmes additionnels :

- dans la période actuelle d'instabilité des marchés, les volatilités de toutes les sociétés cotées sont beaucoup plus élevées que les volatilités constatées avant la crise. Est-il raisonnable de penser que

ces niveaux de volatilité actuels seront applicables sur toute la période d'investissement, au risque de surévaluer la valeur de ces options ?

- les volatilités observées sur les sociétés cotées sont calculées sur la base de variations quotidiennes des cours. Or, les actions de la société sous LBO ne seront pas cotées quotidiennement, loin s'en faut. De nombreux articles ont montré que la volatilité est engendrée pour une grande part par les échanges sur ces marchés. Cette volatilité calculée sur base quotidienne ne convient donc pas à l'évaluation des management packages.

Ces questions illustrent la complexité du travail de l'évaluateur : appliquer avec discernement les méthodes et paramètres pertinents en fonction du contexte, de l'environnement et des instruments à évaluer et éviter les chausse-trappes des formules basiques. Les outils à sa disposition sont nombreux, adaptés à des situations particulières et peuvent conduire à des résultats très différents en fonction de l'utilisation qu'il en fait. La compétence technique, l'expérience, la prise de recul et le jugement sont donc des qualités essentielles dans l'exercice périlleux de l'évaluation des management packages.

Christophe Leclerc,  
associé, Accuracy

## 3 questions à : Christophe Leclerc, associé, Accuracy

### Comment voyez-vous évoluer les management packages dans les opérations de LBO ?

La durée de détention des participations par les fonds d'investissement s'étant rallongée, il est plus difficile d'atteindre des TRI de 25 %. Les rétrocessions de plus-value sur la base de multiples sont donc plus courantes. Généralement ces deux critères sont combinés afin d'éviter les défauts de chacun pris individuellement.

Par ailleurs, les managers ont pris conscience qu'au-delà de la nécessité d'être fortement intéressés dans les cas de création de valeur très forte, il était aussi souhaitable de l'être dans les cas de performance plus raisonnable : les seuils de déclenchement ont donc eu tendance à s'abaisser.

Nous notons aussi un retour vers plus de simplicité et de lisibilité. L'objectif est ici d'éviter toute incompréhension initiale qui pourrait mener à des surprises lors du débouclage de ces instruments à la sortie comme cela a pu se produire dans quelques dossiers. Enfin, les impacts des build-up sont de mieux en mieux pris en compte. Cela nous permet aussi de distinguer dans le prix des management packages la valeur correspondant au périmètre actuel et celle liée à la croissance future. Cette dernière part peut ainsi être payée au fur et à mesure de la réalisation de cette croissance externe.

### Quelles sont les particularités de votre équipe dédiée à ces dossiers ?

Nous avons constitué une équipe de consultants spécialisée dans l'évaluation des management packages car l'expérience joue un rôle clé. Comme évoqué ci-contre, notre métier ne se résume pas à faire tourner des modèles, mais à s'adapter aux différents cas rencontrés pour ne pas commettre de contre-sens. Issus des meilleures écoles d'ingénieurs et de commerce, ils ont acquis la compétence technique nécessaire pour maîtriser les outils et les techniques d'évaluation d'options et



traitent une cinquantaine de dossiers par an en moyenne.

Nous intervenons aussi bien à la demande des managers, que des fonds d'investissement, ou de leurs conseils respectifs, notre rôle étant de déterminer de manière indépendante la juste valeur de ces management packages, à l'aide de notre méthodologie Accur'option®.

### Comment accompagnez-vous vos clients dans le contexte actuel ?

Nous nous efforçons de faire de la pédagogie autour des packages auprès des managers : comment celui-ci fonctionne-t-il, quelles en sont les limites, quelles sont les caractéristiques qui influent le plus sur la valeur du package.

Dans les contextes de restructuration des LBO, un package, qui n'a plus d'espérance de gain à court terme, a toujours une valeur, ne serait-ce que minime grâce à sa nature optionnelle. Il est donc possible de l'apporter en déduction du prix d'acquisition d'un nouveau package qui serait proposé dans le cadre de cette restructuration.

Nous pouvons aussi dans certains cas nous retrouver dans une situation où le manager ne dispose pas des sommes nécessaires pour acheter l'instrument qui lui est proposé. Dans ce cas, nous nous efforçons de donner des pistes d'aménagement du management package pour arriver à trouver un instrument qui satisfasse ses objectifs en matière de rétrocession et de montant à investir.