

Les management packages, des outils de fidélisation et de partage de la création de valeur dont l'évaluation n'est pas toujours transparente

Les «management packages» constituent des droits financiers qui permettent d'associer des managers à la création de valeur de leur entreprise, en les plaçant dans une perspective d'investisseurs : ils sont ainsi incités à mettre en place une politique en ligne avec les objectifs des actionnaires. Les management packages sont généralement structurés avec des instruments financiers optionnels (stock-options, BSA) : en cas d'atteinte d'un certain niveau de cours ou d'un certain TRI ou multiple réalisé par l'investisseur principal, les managers pourront acquérir une part du capital plus ou moins importante (ou se faire payer la valeur correspondante à la plus-value réalisée par leur investissement financier). Se pose alors la question de l'évaluation de ces titres option-



Maurice Nussenbaum, Associé fondateur, SORGEM Evaluation

«Le rapport de l'expert indépendant doit permettre aux managers et actionnaires de comprendre l'investissement proposé et les risques associés, ainsi que de limiter les risques de requalification fiscale.»

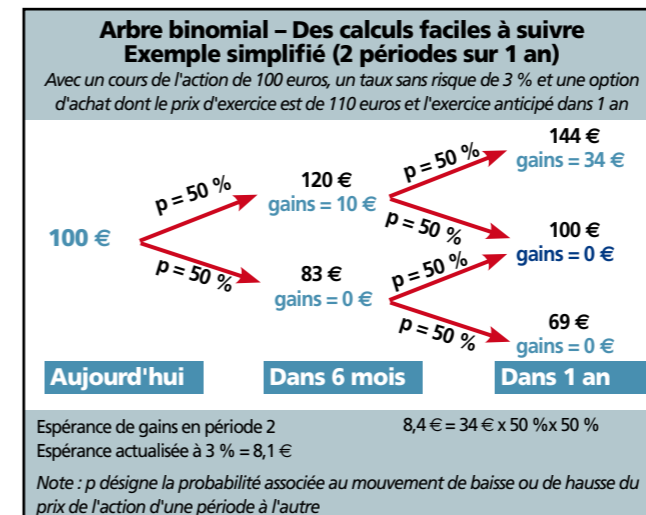
nels. Celle-ci répond à plusieurs objectifs : il s'agit en premier lieu de permettre aux managers concernés de comprendre l'investissement qui leur est proposé, les risques associés et la valorisation ; il s'agit également d'informer les actionnaires de l'entreprise (une option sur le capital, une fois exercée, aura dilué les actionnaires historiques) ; il s'agit enfin de limiter les risques de requalification par l'administration fiscale des plus-values en salaire. En effet, si les managers n'ont pas acquis les titres pour un montant proche de leur juste valeur, avec des fonds provenant de leurs deniers personnels et/ou une souscription personnelle d'un emprunt, l'administration fiscale pourrait considérer qu'ils n'avaient pas la qualité d'investisseurs dans le capital de l'entreprise. Ainsi, l'avantage procuré au management pourrait être requalifié en élément de salaire (assujéti à l'impôt sur le revenu de 45 % pour la tranche 150 000 euros-1 million d'euros et 75 % pour la tranche supérieure, contre un pourcentage qui n'est pas encore défini pour les plus-values, mais qui devrait être inférieur au taux d'impôt sur le revenu et notamment fonction du nombre d'années de détention des titres). Il y aurait également un risque d'assujettissement à cotisations sociales (salariales et patronales). Le rôle de l'expert indépendant est donc à la fois d'apporter un éclairage non partisan aux managers et aux actionnaires, et de limiter les risques de requalification par l'administration fiscale.

Il n'existe pas de textes clairs précisant comment les outils optionnels habituellement présents dans les management packages doivent être évalués. En particulier, le Guide de l'évaluation des entreprises et des titres des sociétés publié en novembre 2006 par la Direction générale des impôts est muet sur ce sujet. Cependant, il existe plusieurs méthodes d'évaluation des outils optionnels : la formule de Black & Scholes, les arbres recombinaux (méthodes binomiales ou trinomiales) et les simulations Monte-Carlo.

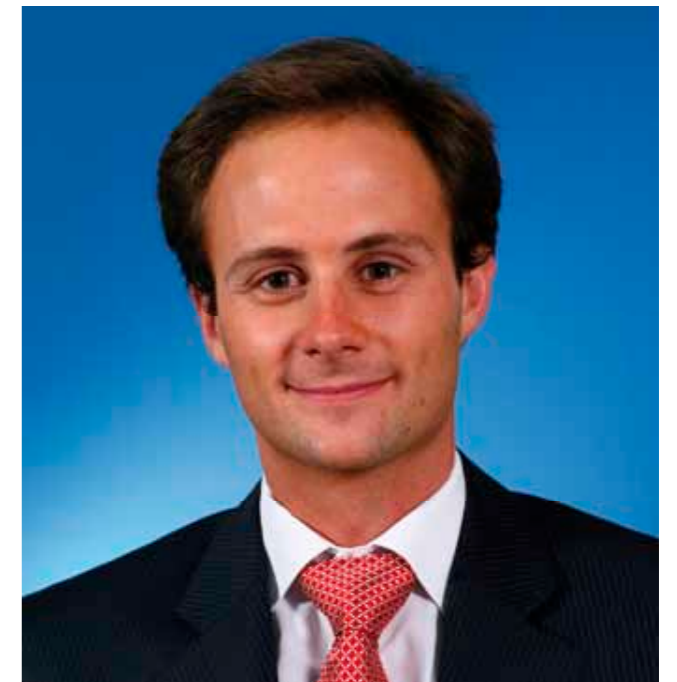
La formule de Black & Scholes, bien qu'elle présente l'avantage d'être simple d'utilisation, est dans la pratique peu utile lorsqu'il s'agit d'évaluer un management package. En effet, l'utilisation d'une formule «fermée» ne permet pas de prendre en compte les nombreuses spécificités des management packages (paliers de rétrocession, prix d'exercice variable, etc.) et repose sur des hypothèses qui ne sont pas toujours adéquates (liquidité parfaite des marchés, effet dilutif des options considéré comme non significatif, etc.). L'application d'une formule ne permet pas non plus de présenter au Management les caractéristiques de leur investissement.

A contrario, les arbres recombinaux, qui décrivent les pos-

sibilités de prix de l'action sur plusieurs périodes jusqu'à la maturité du titre optionnel et y associent des probabilités, donnent une vision claire des conditions permettant d'aboutir à la rétrocession attendue du management package et fournit une transparence sur les calculs et hypothèses de valorisation. Cette méthode permet également de prendre en compte un grand nombre de conditions spécifiques d'exercice des outils optionnels. Le rapport de l'expert indépendant, en plus de documenter ses estimations sur les paramètres de marché, peut fournir le détail de l'ensemble des calculs qu'il a effectués. Ce travail est du coup plus exigeant que l'application de la formule de Black & Scholes, et cela d'autant plus que la nécessité d'avoir une estimation fine est importante (l'estimation est d'autant plus fine que le nombre de situations potentielles représentées sur l'arbre est important).



Enfin, si la valeur du management package dépend non plus d'une valeur atteinte du sous-jacent à une certaine date future mais de l'évolution de celle-ci sur une certaine période (par exemple, si l'exercice d'une option est conditionné par l'atteinte d'un cours supérieur à x euros pendant trois mois), l'expert devra avoir recours aux simulations Monte-Carlo. Elles reposent sur la création d'un échantillon aléatoire de la valeur du sous-jacent : des milliers de scénarios d'évolution de la valeur de l'action sont générés et permettent d'estimer, pour chaque scénario, le gain net du management package. L'analyse des statistiques permet d'estimer la valeur du management package. Cette méthode est généralement utilisée par la communauté financière pour évaluer les titres optionnels non standards. Si les avantages théoriques de cette méthode sont incontestables (précision des résultats, prise en compte de critères spécifiques, etc.), force est de constater que beaucoup de rapports d'experts indépendants retenant cette méthode ne sont pas transparents. Ces rapports se présentent trop souvent comme des descriptifs des paramètres de valorisation retenus (volatilité, hypothèses d'exercice du management package, taux sans risque, etc.) avec l'indication de la valeur du management package qui ressort du modèle informatique. Les managers et les actionnaires se trouvent donc dans l'impossibilité de visualiser les gains du management package (et donc de



Thomas Hachette, Manager

«Les rapports d'experts retenant la méthode des simulations Monte Carlo ne sont pas toujours transparents, ce qui placent les actionnaires, managers et l'Administration Fiscale dans l'obligation d'accepter des résultats qu'ils ne peuvent comprendre ni vérifier.»

l'appréhender correctement) ; l'administration fiscale, en cas de nécessité, serait dans l'impossibilité de vérifier les calculs. Les lecteurs sont donc placés dans l'obligation de supposer que l'expert a correctement appréhendé le management package et de faire confiance à un modèle qu'ils ne voient pas ! Pour ne pas prendre des décisions non justifiées, en cas d'utilisation des simulations Monte-Carlo, il faut que le rapport de l'expert présente un certain nombre de scénarios de la simulation et analyse les statistiques finales (valeur moyenne, gains minima et maxima de la simulation, probabilité de gains associés au management package, écart-type, etc.) et réalise des analyses de sensibilité permettant de faire prendre conscience de la sensibilité de la valeur aux différents paramètres.

Dans un contexte de crise financière, où l'on assiste à de nombreuses restructurations de management packages, il est nécessaire que les travaux d'évaluation des management packages répondent à la demande accrue de transparence de la part de l'administration fiscale, et ce pour permettre à la fois aux managers concernés et aux actionnaires d'appréhender au mieux les risques qu'ils prennent et de limiter les risques de requalification par l'administration fiscale. ■

Par Thomas Hachette, Manager et Maurice Nussenbaum, Associé fondateur, SORGEM Evaluation