

MANAGEMENT PACKAGES EN PÉRIODE DE RESTRUCTURING : LES POINTS DE VIGILANCE

par Isabelle Cheradame et Adrien Badelon, Associés, Scotto

SCOTTO



Isabelle Cheradame



Adrien Badelon

Le nombre d'opérations qui ne se déroulent pas comme prévu ne cesse de croître. Sociétés trop *leveragées*, marché du *private equity* aux multiples de valorisation qui peinent à se maintenir après une période de survalorisation, contexte macro-économique heurté (crise sanitaire, guerre en Ukraine, flambée des matières premières et de l'énergie, ...), sans oublier les ruptures technologiques portées par l'intelligence artificielle : autant de facteurs qui replacent la restructuration, voire le retournement, au cœur de l'actualité des fusions-acquisitions.

Dans ce contexte, les schémas d'*incentives* (« *management packages* » ou « MIP ») mis en place lors des opérations initiales peinent à tenir leurs promesses : au mieux, le potentiel de gain devient dérisoire ; au pire, l'incitation perd

toute valeur. Cette situation désaligne les intérêts du management et ceux des actionnaires de référence, et impose souvent de remettre un nouveau package en place.

Si le principe reste le même que dans un environnement classique — structuration juridique et fiscale d'un accord financier, et contrat sécurisant les droits et obligations de chacun — le contexte de restructuration soulève des points de vigilance spécifiques.

L'accord financier : définir une assiette et un rang cohérents avec la réalité du deleveraging

Pour rappel, le MIP est une formule attribuant au management un pourcentage donné d'une assiette donnée, correspondant à tout ou partie de la création de valeur générée par le projet. Dans un contexte de *restructuring*,

la définition même de l'assiette et du point de départ de la création de valeur devient un point de négociation central.

La première question est celle du point de déclenchement du MIP, c'est-à-dire de la valeur à partir de laquelle la création de valeur est mesurée : valeur de l'*equity* au jour de la mise en place du MIP, ou valeur lors de l'acquisition initiale du groupe par le fonds ? Le fonds souhaite généralement récupérer sa mise avant de rétrocéder de la valeur au management, tandis que ce dernier entend être incentivé sur l'intégralité de la valeur créée depuis le point le plus bas atteint par la société. Il n'est ainsi pas rare de voir, dans ces opérations, des références à la valeur d'entreprise plutôt qu'à la seule valeur d'*equity*, afin de neutraliser l'effet du désendettement sur l'assiette.

Se pose ensuite la question du rang du management face aux autres parties prenantes — fonds d'investissement, créanciers, éventuellement fondateurs historiques. Plus ce rang est tardif, plus le risque est élevé qu'il ne reste plus de valeur disponible dans l'*equity* pour rémunérer le management. Une répartition en plusieurs tranches successives permet parfois de concilier les intérêts en présence. Une vigilance particulière s'impose toutefois : la captation de valeur par le management ne saurait intervenir avant le remboursement des créances publiques, sous peine d'exposer les dirigeants concernés à un risque de mise en cause de leur responsabilité.

Un point d'attention s'impose également en cas de recours à une procédure amiable ou collective : le dirigeant doit soumettre un plan de sauvegarde à l'homologation du tribunal, qui apprécie notamment le respect de l'intérêt social. Il est nécessaire de s'assurer de l'absence de conflit d'intérêts des organes de gouvernance appelés à arbitrer entre plusieurs scénarios de restructuration, lorsque leurs membres sont potentiellement bénéficiaires d'un *management package* dont le déclenchement dépend du scénario retenu. Le dossier Casino a mis en lumière cette tension entre intérêt social de la société et intérêts de l'actionnaire de contrôle : dans le cadre de la restructuration engagée depuis novembre 2025 face à des propositions concurrentes de l'actionnaire de référence et des créanciers TLB, le conseil d'administration a pris soin de préciser que seuls les administrateurs non en situation de conflit d'intérêts avaient participé aux délibérations et au vote retenant la proposition jugée la plus conforme à l'intérêt social du groupe.

La structuration : composer avec une *equity* souvent à zéro

Le choix entre instruments gratuits et instruments payants, question récurrente dans tout MIP, se pose avec une in-

tensité particulière en cas de *restructuring*. C'est autant une question de philosophie que de faisabilité pratique : comment demander à des managers qui viennent de perdre tout ou partie de leur mise initiale, ou qui n'ont pas suffisamment confiance dans le projet, d'investir à nouveau leur propre argent ? Les opérateurs doivent donc arbitrer, au cas par cas, entre le maintien d'un ticket d'investissement, même symbolique, pour préserver l'alignement d'intérêts, et le recours à des instruments gratuits, plus adaptés à des équipes fragilisées financièrement.

Se pose également la question de la captation de valeur lorsque l'*equity* vaut toujours zéro : les actions détenues par le management ne peuvent capter de la valeur qu'au détriment d'autres titres de capital, non de titres de dette. Il devient alors souvent nécessaire de structurer tout ou partie du MIP sous forme de bonus, plutôt que sous la seule forme d'instruments de capital, pour garantir au management une rémunération effective de sa contribution au redressement.

Enfin, lorsque le package emprunte la voie des actions gratuites, il convient de ne pas perdre de vue le plafond de 15 % du capital social prévu par la loi pour ce type d'attribution.

Le contrat sécurisant les droits et obligations des parties : anticiper les scénarios de sortie dégradés

Trois sujets se posent avec un relief particulier dans ce contexte.

Tout d'abord, l'horizon de sortie reste à la main des actionnaires majoritaires. Si l'actionnaire décide de vendre rapidement, le prix de cession risque de ne pas permettre aux instruments du management d'être dans la monnaie. Cette hypothèse, marginale en environnement classique, devient une préoccupation réelle en *restructuring*, l'actionnaire pouvant arbitrer en faveur d'une sortie rapide se limitant à la récupération de sa mise initiale plutôt qu'à la maximisation de la plus-value.

A l'inverse, l'actionnaire de référence peut tout aussi bien choisir de ne pas céder l'actif à court terme, hypothèse plausible lorsque les actionnaires sont eux-mêmes d'anciens créanciers, sans les mêmes contraintes de calendrier qu'un fonds de *private equity* classique. Il devient alors nécessaire de prévoir, pour le management, un moyen de percevoir le fruit de son travail, par exemple en agréant une date limite au-delà de laquelle le départ du manager est traité comme un cas de sortie, et/ou un mécanisme de liquidité dédié, indépendant de la cession du groupe par les actionnaires de référence.

Enfin, que se passe-t-il si un manager quitte le groupe avant la sortie ? Des call and put options sont habituellement mis en place, prévoyant un *vesting* sur les titres et une formule de valorisation à la *fair market value* pour les titres vestés, calculée selon une méthode de valeur liquidative. Dans les opérations de *restructuring*, la valeur des titres vestés peut rester très faible, voire nulle, pendant la quasi-totalité de la durée de ces promesses — par exemple parce que le *strike price* de l'instrument n'est pas atteint au moment du départ du manager. Le prix de cession des titres peut ainsi s'avérer très faible alors même qu'une part importante des titres serait déjà vestée, ce qui appelle une

réflexion spécifique sur leur traitement dans un contexte de *restructuring*.

Au-delà de la seule technique juridique et fiscale, la réussite d'un *management package* en période de *restructuring* dépend d'abord de la capacité des parties à redéfinir, ensemble et de manière réaliste, ce que représente la création de valeur à partir d'un point de départ souvent très dégradé. C'est à cette condition que l'incitation retrouve sa fonction première : réaligner durablement les intérêts du management et ceux des actionnaires autour du redressement de l'entreprise.