

Evaluation des management packages et des carried interests

30 septembre 2008

Conférence IMA

Maurice Nussenbaum : Président de Sorgem Évaluation, Professeur de finance à l'Université Paris Dauphine,
Expert financier près la Cour d'Appel de Paris, agréé par la Cour de Cassation

Teddy Guérineau : Directeur de mission

Sorgem Évaluation - 11, rue Leroux – 75116 Paris - 01 40 67 20 00 - www.sorgemeval.com



I. Présentation des management packages et des carried interests

1. Définitions (1)

- Management package (MP) : instruments financiers permettant d'attribuer aux dirigeants d'une entreprise acquise, le plus souvent par un fonds de capital investissement en LBO, une fraction de la plus-value réalisée par le fonds une fois atteints ses objectifs en matière de taux de rentabilité (hurdle rate, ou taux de rentabilité interne « TRI »)
- Carried interest (CI) : part de la plus-value réalisée par un fonds de capital investissement au-delà d'un seuil de rentabilité (hurdle rate) revenant aux dirigeants du fonds

1. Définitions (2)

- Les management packages et les carried interests reposent sur la même idée de partage, avec le management, de la plus-value réalisée sur un investissement au-delà d'un taux de rentabilité attendu
- En pratique ce qui les distingue :
 - Timing : le carried peut être perçu **au cours de la vie du fonds** alors que les versements liés à un management package sont effectués , dans la quasi-totalité des cas, **lors de la sortie du fonds d'investissement**
 - Facteurs déclenchant le partage de la plus-value : au fur et à mesure des cessions dans le portefeuille du fonds (CI) / lors de la sortie du fonds (MP)

2. Instruments financiers utilisés pour mettre en place un management package (1)

- Actions ordinaires
- Actions préférentielles
- Obligations convertibles
- Bons de souscription d'actions

- Le bénéficiaire devrait acquitter un prix d'achat pour acquérir ces instruments, sinon leur attribution pourrait être considérée comme une rémunération

- Selon les instruments, le bénéficiaire pourra avoir à payer un prix d'exercice au moment du dénouement de l'opération

- Pour évaluer des MP / CI, on doit prendre en compte les **flux attendus** par les bénéficiaires et non pas la nature des instruments utilisés.

3. Description des mécanismes d'intéressement et des profils de gain associés

- Le plus simple : droit à une fraction de la plus-value au-delà d'un seuil de TRI
- On peut complexifier :
 - en ajoutant une contrainte : obtenir un multiple minimum du montant investi, en dépassant un seuil d'EBIT
 - en prévoyant un partage croissant de la plus-value en fonction du TRI
 - en créant un effet de seuil : une fois le TRI atteint, le partage se fait dès le 1^{er} € de plus-value
 - en « capant » la part de la plus-value rétrocédée à une fraction de la plus-value totale



- **Comment évaluer les MP et les CI ?**
- **Comment traduire les mécanismes juridiques en droits financiers susceptibles d'être évalués ?**

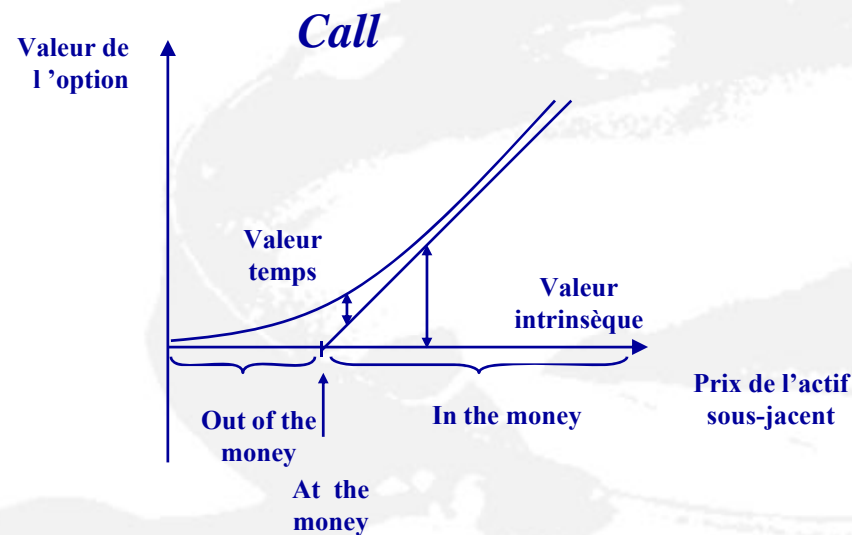


II. Méthodes d'évaluation des management packages

1. Le caractère optionnel des management packages (1)

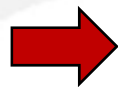
- Définition d'une option financière : c'est le droit d'acheter (vendre) un actif financier à une date donnée (ou jusqu'à une date donnée) à un prix déterminé à l'avance
- Dans le cas le plus simple, lorsque le dirigeant a droit à X % de la plus-value au-delà d'un seuil de TRI, ceci revient à lui donner une **option d'achat** sur X % du capital avec un prix d'exercice égal au montant investi capitalisé au TRI minimum attendu sur la durée prévisionnelle de l'opération.
- Dans la majorité des cas, l'analyse des clauses contractuelles et des montages financiers conduit à considérer que dirigeants / gestionnaires et actionnaires s'échangent, implicitement, des options d'achat dont les prix d'exercice correspondent aux seuils où se modifient le partage de la plus-value.

1. Le caractère optionnel des management packages (2)

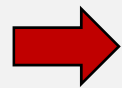
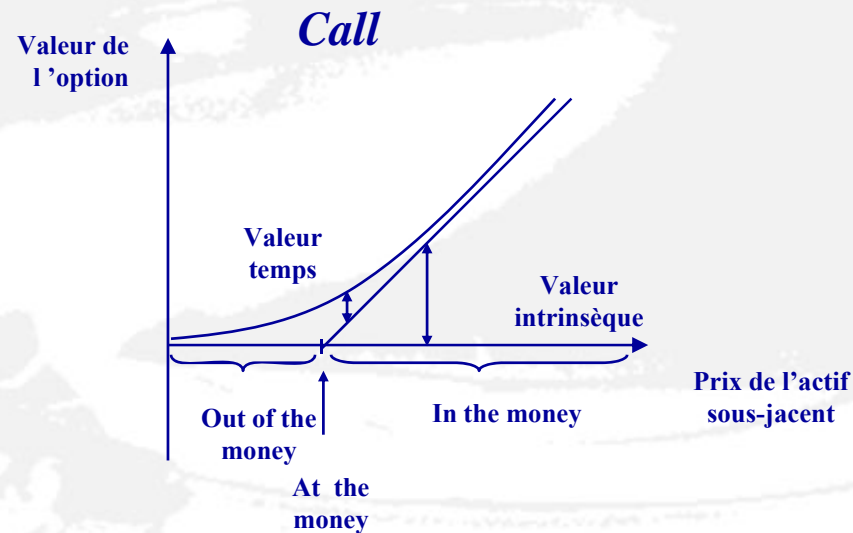


- Les options sont des actifs conditionnels : dissymétrie entre les pertes possibles (limitées à la prime) et les gains potentiels
- La valeur intrinsèque (VI) d'un call est la différence entre le cours de l'actif sous-jacent et le prix d'exercice de l'option
- La valeur temps (VT) traduit à la fois une valeur d'assurance et de crédit et la possibilité d'une VI plus forte

**Du fait de sa valeur temps, une option d'achat out of the money a toujours une valeur positive ,
Une option dans la monnaie vaut toujours plus que sa valeur intrinsèque, sauf si elle est illiquide.**



1. Le caractère optionnel des management packages (3)



Les MP, qui correspondent à des options d'achat simples ou des combinaisons d'options d'achat, ont une valeur positive bien que ce soit, à leur émission, des options hors la monnaie et illiquide

2. Les MP sont des options complexes du fait des contraintes associées (1)

	Option classique	Management package
En terme de risque	Risque lié au sous-jacent L'effet de levier du prix d'exercice	Quel sous-jacent : actions / actifs ? L'effet de levier peut être lié : - au prix d'exercice - au montage financier - à la dette d'acquisition
En terme de propriété	Transfert irréversible lié au paiement de la prime	Le transfert peut être conditionné : - à la présence (good leaver / bad leaver) - aux performances Pas de libre disposition de l'option : clauses de sortie et au droit de suite (tag-along, drag-along)

2. Les MP sont des options complexes du fait des contraintes associées (2)

	Option classique	Management package
En terme de liquidité	<p>Les modèles d'évaluation reposent sur l'hypothèse que le sous-jacent et l'option sont cessibles et échangés sur des marchés liquides</p> <p>Possibilité d'arbitrer le sous-jacent et l'option</p>	<p>Sous-jacent : rarement liquide (souvent au moins une holding non cotée fait écran)</p> <p>MP : rarement liquide / lorsque la liquidité est organisée c'est à l'initiative du détenteur (fonds décide de vendre)</p>

3. Quelles sont les méthodes utilisées ? (1)

	Principe	Avantage	Inconvénient
Méthode empirique	X % de la valeur nominale des actions	Simple ?	Pas objectif, risque fiscal important
Coût d'un emprunt (fiscalistes américains)	Valeur de l'option est égal au coût pour emprunter le prix d'exercice	Simple / prend en compte une partie de l'avantage de l'option	Ne prend pas en compte tous les avantages du caractère optionnel et tous les inconvénients spécifiques au MP
DCF	Valeur actualisée des flux attendus du MP	Méthode traditionnelle et connue	Difficulté pour définir les scénarios
	selon plusieurs scénarios	Possibilité de discuter des scénarios, des multiples de sortie...	Indétermination du taux d'actualisation
Monté Carlo	Si on connaît la loi statistique d'évolution de la valeur, on simule la valeur par tirage aléatoire		En pratique, on connaît rarement la loi d'évolution du sous-jacent du MP

3. Quelles sont les méthodes utilisées ? (2)

	Principe	Avantage	Inconvénient
Binomial voire trinomial Cox Ross Rubinstein	Arbre de décision aléatoire	Décomposition du processus de fixation de la valeur	Peut devenir laborieux Nombre de périodes et types de risques pris en compte limités
Black & Scholes en étendant la formule pour prendre en compte les spécificités	Adapter la formule générale au cadre spécifique	Formule analytique	Non prise en compte de l'illiquidité et de l'ensemble des clauses contractuelles
Black & Scholes en décomposant en options simple	Décomposer les droits en options simples sur le sous-jacent voire sur l'actif du sous-jacent	Facilite la détermination des paramètres à prendre en compte dans le modèle	Illiquidité / clauses contractuelles



Les méthodes les plus adaptées sont celles basées sur la méthode binomiale et la formule de Black & Scholes, même si en pratique les caractéristiques des MP / CI s'éloignent des hypothèses sur lesquelles ces modèles ont été bâtis.

4. Présentation du modèle binomial de Cox Ross Rubinstein (CRR)

Le modèle binomial (ou modèle de Cox-Ross-Rubinstein) suppose une évolution en temps discret du cours du sous-jacent (avec un intervalle de temps Δt entre les cours). Dans un processus binomial à plusieurs périodes, la valorisation s'effectue par itération en partant de la dernière période et en remontant jusqu'à la date d'évaluation.

Le modèle binomial (ou modèle de Cox-Ross-Rubinstein) étant en temps discret, il est adapté pour valoriser des options américaines (c'est-à-dire exerçables tout au long de leur durée de vie).

Si le nombre de périodes augmente à l'infini, la valeur obtenue avec le modèle binomial rejoint celle obtenue avec BS

5. Présentation du modèle de Black & Scholes (BS) (1)

Si le sous-jacent évolue en continu, on fait l'hypothèse que les variations du cours du sous-jacent suivent une loi normale

Le modèle de Black-Scholes a été développé pour valoriser des options européennes assises sur des sous-jacents de ce type

Ces deux modèles (CRR et BS) s'appliquent à des options librement négociables sur des marchés

5. Présentation du modèle de Black & Scholes (2)

Valeur du call = Valeur actuelle de l'espérance du sous-jacent en cas d'exercice - Valeur actuelle du prix d'exercice en cas d'exercice

$N(d_1)$ = probabilité qui est économiquement un facteur tenant compte de la probabilité d'exercice et de l'espérance de gain

$N(d_2)$ = probabilité d'exercice de l'option ou que le sous-jacent dépasse le prix d'exercice

S → cours de l'actif sous-jacent
 K → prix d'exercice de l'option
 t → durée jusqu'à expiration de l'option
 y → rendement du sous-jacent (i.e. dividendes/cours)
 r → taux d'intérêt sans risque correspondant à la durée de vie de l'option

$$\text{Valeur du call} = S e^{-yt} N(d_1) - Ke^{-rt} N(d_2)$$

Valeur actuelle de l'espérance du prix du sous-jacent, si l'option est exercée

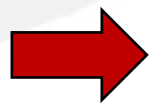
Valeur actuelle de l'espérance du prix d'exercice si l'option est exercée

Si l'exercice est certain, $N(d_1)$ et $N(d_2)$ tendent vers 1 et la valeur de l'option s'écrit $S_T - Ke^{-rT}$, c'est-à-dire la valeur actuelle de la valeur intrinsèque.

6. Les déterminants de la valeur des options

Facteurs	Valeur du call	Valeur du put
Augmentation du cours	+	-
Augmentation du prix d'exercice	-	+
Augmentation de la volatilité	+	+
Augmentation de la durée	+	+
Augmentation des taux d'intérêt	+	-
Augmentation du dividende	-	+

En pratique, les déterminants les plus importants de la valeur des MP sont le **prix d'exercice et la volatilité.**



L'impact de la durée est atténuée par le fait que plus la durée est longue plus le seuil à partir duquel les dirigeants obtiennent une quote-part de la PV augmente.



III. Adaptation des modèles au cas spécifique des management packages et des carried interests

1. Description d'un exemple (1)

- Une **société d'investissement** souhaite intéresser ses dirigeants aux plus-values réalisées au travers de BSA
- Le financement de la société d'investissement est assuré par :
 - l'émission d'actions pour 22,5 (dont 10 apportés par les investisseurs)
 - l'émission d'OC pour 22,5 apportés par les investisseurs, d'une valeur nominale équivalente à celui des actions, de parité 1/1, générant un taux d'intérêt de 6,0 % capitalisé
 - l'apport en compte courant pour 55,0 pour les investisseurs au taux de 8,0 % capitalisé
- Les fonds sont apportés dans cette proportion au fur et à mesure des besoins

1. Description d'un exemple (2)

Les BSA émis divisés en deux tranches :

	1 ^{ère} tranche	2 ^{ème} tranche
% du capital totalement dilué obtenu par tranche de BSA	10 %	15 %
Prix d'exercice	Valeur nominale des actions	Valeur nominale des actions
Condition d'exercice	Aucune	Si les investisseurs obtiennent un TRI supérieur à 10 %

2. Quel sous-jacent : actif ou fonds propres (1) ?

- **Juridiquement**, le sous-jacent des BSA correspond aux actions de la société d'investissement : mais il est difficile de déterminer la volatilité du rendement des actions lorsque la structure financière est complexe et très « léveragée » (cf. infra)...
- **Economiquement**, on peut analyser les droits des BSA sur un autre sous-jacent (l'actif économique) dont la volatilité est plus facile à déterminer (volatilité d'un indice, d'une société, d'un échantillon de sociétés).
- Dans notre exemple, les droits financiers des BSA s'analysent comme l'échange de cinq options d'achat sur l'actif de la société d'investissement entre les actionnaires et les dirigeants.
- Les prix d'exercice de ces cinq options d'achat correspondent aux seuils à partir desquels se modifie le partage des plus-values entre actionnaires et dirigeants.

2. Quel sous-jacent (2) ?

- Il est intéressant d'exercer les BSA quand l'actif a suffisamment augmenté pour couvrir les intérêts des OC et du C/C

Actions 22,5	Actions 22,5
OC 22,5	OC $22,5 \times (1 + 6 \%)$ = 23,9
C/C 55,0	C/C $55,0 \times (1 + 8 \%)$ = 59,4
Total = 100,0	Total = 105,8

- **1^{ère} option d'achat** est accordée par les **actionnaires aux dirigeants**, porte sur **10 % de l'actif**, à un prix d'exercice basé sur 105,8

2. Quel sous-jacent (3) ?

- Lorsque l'actif est suffisant pour que la valeur des actions soit équivalente à la valeur nominale des OC majorée de leur taux d'intérêt, les OC sont converties, et l'exercice de la 1^{ère} tranche de BSA permet d'obtenir plus d'actions

Actions 22,5	Actions $22,5 \times (1 + 6 \%)$ $22,5 / [(1 - 10 \%) - 1] \times 6\%$ = 24,0
OC $22,5 \times (1 + 6 \%)$ = 23,9	OC = 23,9
C/C $55,0 \times (1 + 8 \%)$ = 59,4	C/C = 59,4
Total = 105,8	Total = 107,25

- **2^{ème} option d'achat** est accordée par les **actionnaires aux dirigeants**, porte sur **90 % de l'actif**, à un prix d'exercice basé sur 107,25

2. Quel sous-jacent (4) ?

- Lorsque l'ensemble de la 1^{ère} tranche de BSA peut être exercée, le partage se réalise à nouveau sur une base 90 / 10

Actions $22,5 \times (1 + 6 \%)$ $22,5 / [(1 - 10 \%) - 1] \times 6\%$ $= 24,0$	Actions 24,0 $22,5 / [(1 - 10 \%) - 1] \times 6\%$ $= 24,15$
OC $22,5 \times (1 + 6 \%)$ $= 23,9$	OC $22,5 \times (1 + 6 \%)$ $= 23,9$
C/C $55,0 \times (1 + 8 \%)$ $= 59,4$	C/C $55,0 \times (1 + 8 \%)$ $= 59,4$
Total = 107,25	Total = 107,40

- **3^{ème} option d'achat** est accordée par les **dirigeants aux actionnaires**, porte sur **90 % de l'actif**, à un prix d'exercice basé sur 107,4

2. Quel sous-jacent (5) ?

- Lorsque l'actif est suffisant pour que la valeur des actions permette aux investisseurs d'obtenir un TRI de 10 %, la 2^{ème} tranche de BSA est exerçable

Actions	Actions
$22,5 \times (1 + 6 \%)$	$22,5 \times 1,1338$
$45,0 / [(1 - 10 \%) - 1] \times 6\%$	$+ (45 / 90 \% - 45) \times 0,1338$
$= 24,15$	$= 26,18$
OC	OC
$22,5 \times (1 + 6 \%)$	$22,5 \times 1,1338$
$= 23,9$	$= 25,51$
C/C	C/C
$55,0 \times (1 + 8 \%)$	$55,0 \times (1 + 8 \%)$
$= 59,4$	$= 59,4$
Total = 107,40	Total = 111,09

- **4^{ème} option d'achat** est accordée par les **actionnaires aux dirigeants**, porte sur **90 % de l'actif**, à un prix d'exercice basé sur 111,09
- On peut vérifier que le montant obtenu par les investisseurs donne un TRI de 10 % : $(10 \times 1,1338 + 22,5 \times 1,1338 + 59,4) / (10 + 22,5 + 55)$

2. Quel sous-jacent (6) ?

- Lorsque l'actif est suffisant pour que la 2^{ème} tranche de BSA soit exercée sans que la valeur de l'action diminue en deçà du montant nécessaire pour que les investisseurs obtiennent un TRI de 10 %, le partage se réalise sur une base 75 / 25

Actions	Actions
22,5 x 1,1338	26,18
+ (45 / 90 % - 45) x 0,1338	+ (45 / 75 % - 50) x 0,1338
= 26,18	= 27,52
OC	OC
22,5 x 1,1338	22,5 x 1,1338
= 25,51	= 25,51
C/C	C/C
55,0 x (1 + 8 %)	55,0 x (1 + 8 %)
= 59,4	= 59,4
Total = 111,09	Total = 112,43

- **5^{ème} option d'achat** est accordée par les **dirigeants aux actionnaires**, porte sur **75 % de l'actif**, à un prix d'exercice basé sur 112,43

3. Prix d'exercice

- Le(s) prix d'exercice est (sont) fonction :
 - Du sous-jacent (actif, ou fonds propres)
 - De l'exigence de rendement des différentes catégories d'investisseurs
 - De la durée de vie prévisible de l'option (cf. infra)

- En règle générale, le(s) prix d'exercice correspond(ent) aux seuils à partir desquels se modifie le partage des plus-values entre actionnaires et dirigeants

4. Valeur de marché du sous-jacent

- Lors de l'émission du MP /CI, la valeur de marché du sous-jacent va être fonction soit :
 - du montant des fonds propres
 - du montant de l'actif de la holding (MP) ou du fonds (CI)
- Mais attention, il faut penser à **déduire le montant des frais de montage de l'opération**

5. Volatilité (1)

- Définition : la volatilité de la valeur d'un titre financier (ou d'un taux de rentabilité) caractérise l'amplitude des variations de la valeur (ou de la rentabilité) de ce titre
- D'une manière générale, il y a trois problèmes à prendre en compte :
 - 1/ Doit-on calculer la volatilité sur une **base historique** (le passé est-il une bonne anticipation du futur) ou sur une **base implicite** (peu d'options cotées, leur liquidité peut être faible) ?
 - 2/ **Définir la volatilité du sous-jacent** à partir :
 - d'un indice (cas où le sous-jacent est un portefeuille de sociétés) mais attention les sociétés du portefeuille peuvent être plus endettées que celles de l'indice
 - d'une société (cas où le sous-jacent est une société cotée) ou d'un échantillon de comparables (cas où le sous-jacent est une société non cotée)

5. Volatilité (2)

3/ Déduire la volatilité du rendement des titres de la holding (cas d'un MP sur une holding dont l'actif est composé des titres d'une société reprise en LBO)

Vari. du rdt de l'actif économique (indice, société, échantillon de sociétés)

=

$$x^2 \text{Var. } r_{FP} + y^2 \text{Var. } r_D + 2 xy \rho_{FP/D} \text{Sig. } r_{FP} \text{Sig } r_D$$

x : part des fonds propres dans la valeur d'entreprise

y : part des dettes financières dans la valeur d'entreprise

Var. r_{AE} : variance du rendement l'actif économique

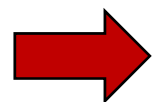
Var. r_{FP} : variance du rdt des fonds propres compte tenu de l'effet de levier → **Inconnue recherchée**

Var. r_D : variance du rdt des dettes financières

Sig. r_{FP} : écart-type du rdt des fonds propres

Sig. r_D : écart-type du rdt des dettes financières

$\rho_{FP/D}$: corrélation entre les fonds propres et les dettes financières



En pratique, on connaît rarement la variance de(s) dette(s) et la corrélation entre le rendement des fonds propres et des dettes financières

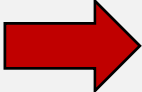
5. Volatilité (3)

Les formules suivantes ne sont pas justes :

$$1/ \text{Var. } r_{FP} = \text{Variance de l'actif économique} / x^2$$

 Car cela revient à considérer que la dette n'est pas risquée

$$2/ \text{Sig. } r_{FP} = \text{Sig. } r_{AE} + y / x * (\text{Sig } r_{AE} - \text{Sig } r_D)$$

 Car cela omet de prendre en compte la corrélation entre le taux de rendement des fonds propres et de la dette qui contribue à accroître la volatilité du rendement des fonds propres.



**D'où l'intérêt de retenir comme sous-jacent, les actifs du holding /
du fonds dont on connaît plus facilement la volatilité**

6. Durée

- Il ne faut pas confondre :
 - la durée de vie des instruments financiers (OC, BSA, actions...)
 - et la durée moyenne de l'opération qui va déterminer à la fois le seuil nécessaire pour obtenir un partage de la plus-value et la durée pendant laquelle la valeur de l'entreprise (MP) / le fonds (CI) est susceptible d'évoluer jusqu'à ce qu'une vente permette de connaître la plus-value réalisée et la part revenant aux managers.
- Dans le cas d'un fonds d'investissement où les sommes sont appelées et reversées au fur et à mesure, il faut calculer une durée moyenne d'investissement des fonds (duration).

7. Dividende

- Le taux de dividende correspond selon les cas :
 - Au montant des dividendes prévisionnels distribués par le sous-jacent divisé par la valeur du sous-jacent
 - Le coût de détention de l'actif
- Dans le cas d'un CI, il faut prendre en compte un taux de dividende correspondant aux commissions / frais de gestion du fonds.
- Dans le cas d'un MP que l'on analyse en utilisant comme sous-jacent l'actif de la holding de reprise, le taux de dividende peut correspondre aux intérêts payés en cash sur les dettes.

8. Comment prendre en compte l'illiquidité du sous-jacent et de l'option (1)

- Les management packages et les carried interests supportent, du fait de leur illiquidité, des inconvénients qui se comparent à ceux des stock-options.
- Des études universitaires modélisent et analysent empiriquement la décote entre une option évaluée avec un modèle classique et la valeur d'une stock option.
- Ce type de décote peut servir de référence à la décote applicable aux MP / CI pour autant qu'on vérifie que le MP / CI évalué supporte bien des inconvénients du fait de son illiquidité.

8. Comment prendre en compte l'illiquidité du sous-jacent et de l'option (2)

- L'illiquidité des MP / CI représente une triple contrainte pour leurs détenteurs :
 - Les détenteurs de MP / CI ne peuvent pas monétiser la valeur temps attachée à l'option au cours de sa durée de vie
 - Les détenteurs de MP / CI ne peuvent pas monétiser quand ils le souhaitent la valeur intrinsèque attachée à l'option
 - Si le MP / CI vient à représenter une fraction trop importante de leur patrimoine, ils n'ont pas la possibilité d'en céder une partie pour diversifier leur patrimoine de manière optimale (la norme IFRS 2 ne prend pas en compte de décote lié à ce point).

8. Comment prendre en compte l'illiquidité du sous-jacent et de l'option (3)

- La situation des dirigeants disposant d'un management package peut être rapprochée de celle des dirigeants disposant de stock-options (cf. infra)

Désavantage par rapport à une option liquide	Stock-option	Management package	Comparaison des situations
Perte des droits en cas de départ	Il existe souvent une période de vesting	Vesting ou clauses de good leaver / bad leaver	A voir au cas par cas mais souvent les mêmes contraintes de présence existent
Monétisation de la valeur temps	Impossible	Impossible	Identique
Monétisation de la valeur intrinsèque	Possible après la période de vesting au moment où le dirigeant le souhaite	Possible mais au moment où le fonds le décidera	Plus favorable d'avoir des stock-options
Non optimalité de la conversion	Oui si les SO représentent une part importante du patrimoine ou info. sur l'évolution	Cela peut arriver car c'est le fonds qui choisit la date de sortie et donc d'exercice	Equivalent

8. Comment prendre en compte l'illiquidité du sous-jacent et de l'option (4)

- La situation des gestionnaires disposant d'un carried interest peut être rapprochée de celle des dirigeants disposant de stock-options (cf. infra)

Désavantage par rapport à une option liquide	Stock-option	Carried interests	Comparaison des situations
Perte des droits en cas de départ	Il existe souvent une période de vesting	Vesting ou clauses de good leaver / bad leaver	A voir au cas par cas mais souvent les mêmes contraintes de présence existent
Monétisation de la valeur temps	Impossible	Impossible	Identique
Monétisation de la valeur intrinsèque	Possible après la période de vesting au moment où le dirigeant le souhaite	Le gestionnaire peut décider des cessions / Mais difficile dans la pratique	Plus favorable d'avoir des stock-options
Non optimalité de la conversion	Oui si les SO représentent une part importante du patrimoine ou info. sur l'évolution	Cela peut arriver car les gestionnaires peuvent décider de la date de cession des actifs du fonds	Identique

8. Comment prendre en compte l'illiquidité du sous-jacent et de l'option (4)

- En conclusion :
 - il existe des études universitaires sur la mesure des décotes liées à l'illiquidité qui s'appuient sur la formalisation mathématique et les études empiriques.
 - il est possible d'inférer celle applicable à un MP à partir des décotes mesurées sur, par exemple, les stock-options.
 - il est, néanmoins, important de traiter les situations au cas par cas (existence de clauses de vesting, good leaver / bad leaver, tag-along / drag-along...).