

# ETUDE SUR LES PRINCIPALES EVOLUTIONS DES MANAGEMENT PACKAGES 2022-S1 2025



CE QU'IL FAUT RETENIR



# Synthèse Management Packages

## S1 2025

Le premier semestre 2025 marque une phase de stabilisation pour les Management Packages. Cette évolution fait suite à une année 2024 placée sous le signe de la prudence et de la volatilité. La clarification apportée par la loi de Finances 2025 concernant le traitement fiscal des instruments utilisés dans les Management Packages a renforcé l'attractivité des actions de préférence ratchet (ADPR). Cette tendance s'explique également par une utilisation accrue de ces instruments au bénéfice de dirigeants internationaux et de managers externes, qui ne pouvaient pas bénéficier d'actions gratuites de préférence (AGADP).

Les dispositifs de seuils multiples continuent de se rationaliser, traduisant la volonté des fonds d'investissement de simplifier les mécanismes de rémunération tout en maintenant une forte incitation pour les managers. Ce semestre est également marqué par une adaptation des pratiques face à un environnement économique incertain, où la croissance demeure faible. Les tendances observées illustrent la capacité du secteur à évoluer et à sécuriser les intérêts des parties prenantes, tout en restant attentif aux mutations réglementaires et aux attentes du marché.

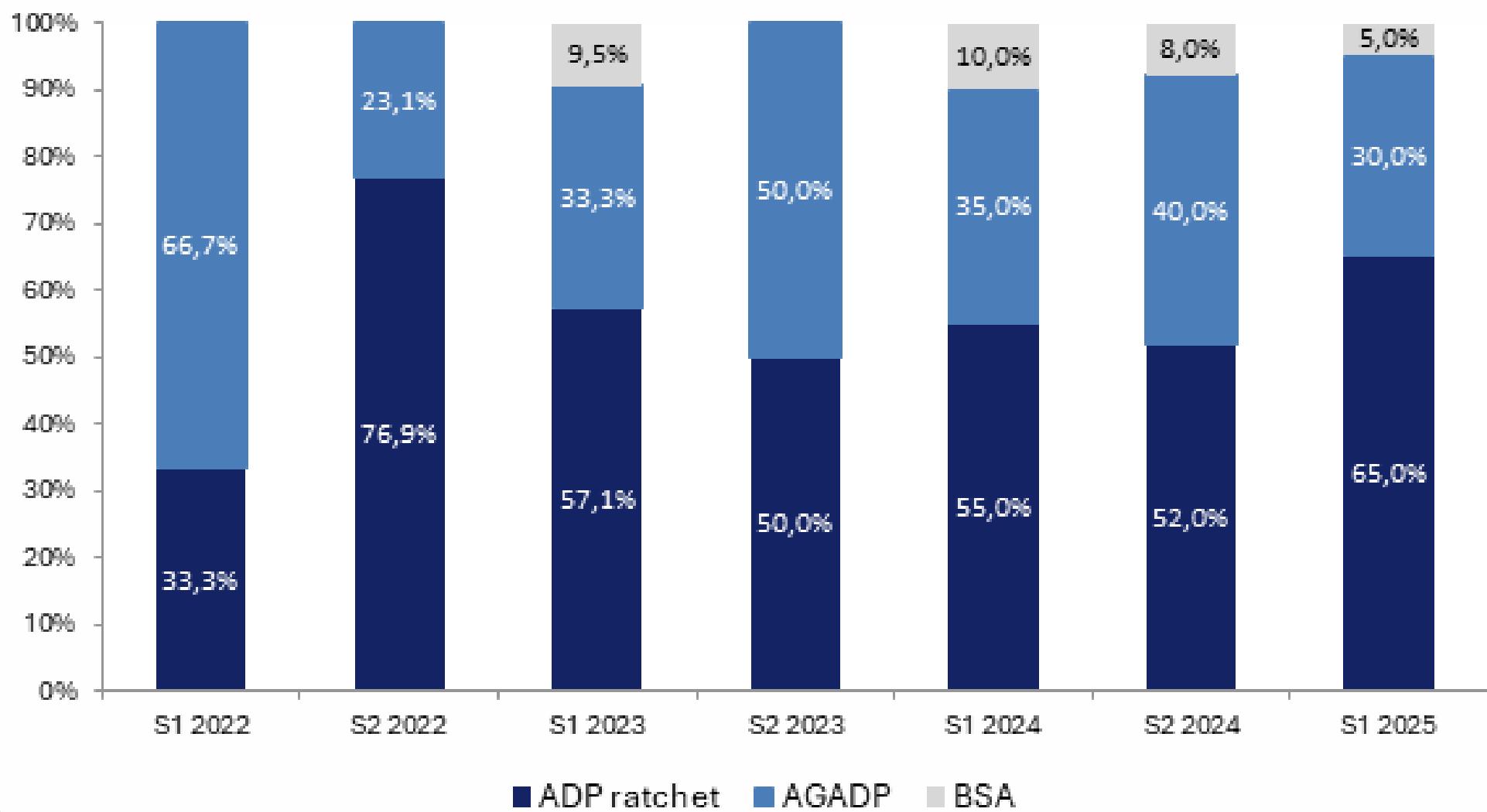
## Analyse macroéconomique et tendances sectorielles

L'analyse repose sur un échantillon multisectoriel NG Finance, recensant plus de 200 missions de Management Packages entre 2022 et S1 2025. D'un point de vue macroéconomique, l'année 2024 a été marquée par le recul des opérations de Leverage Buyout (LBO), conséquence d'un climat politique instable et d'une faible croissance économique.

Le premier semestre 2025, quant à lui, se distingue par un environnement plus stable, bien que la prudence demeure. Cette évolution s'est traduite par une légère hausse des missions analysées par le cabinet durant le S1 2025. La croissance faible et l'instabilité macroéconomique continuent de limiter les opérations financières et la visibilité sur les performances.

# Typologie des instruments de Management Packages

Répartition par type d'instruments



Les ADP Ratchet restent l'un des instruments les plus utilisés, représentant en moyenne 55,6 % des instruments émis sur l'échantillon analysé. Les AGADP constituent également un instrument privilégié, avec une moyenne de 39,7 %. Les Bons de Souscription en Actions (BSA) demeurent marginalement utilisés, à hauteur de 4,7 % en moyenne.

L'année 2024 a vu une réapparition des BSA, bien que leur utilisation reste minoritaire et en diminution depuis le S1 2024. Les ADP Ratchet ont diminué au S2 2024 pour atteindre 52 %, puis ont progressé au S1 2025 jusqu'à représenter 65 % des instruments émis sur la période, dépassant ainsi le niveau observé au S1 2024. Les AGADP ont suivi une tendance inverse, avec une hausse au S2 2024, suivie d'une baisse au S1 2025, s'alignant à 30 % des instruments émis.

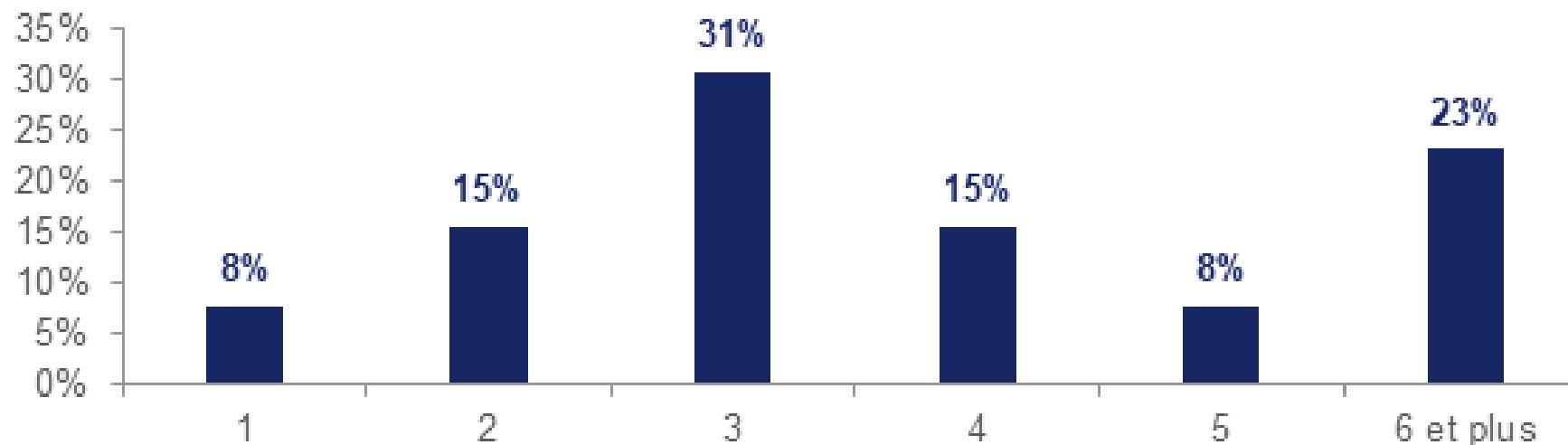
Cette progression des ADP Ratchet semble s'expliquer en partie par la réforme fiscale de la loi de Finances 2025, qui a clarifié leur traitement et réduit le risque de requalification en salaires. Elle reflète également la tendance à privilégier ces instruments pour des dirigeants internationaux et des collaborateurs externes, au détriment des AGADP.

# Seuils Multiples - Rétrospective 2022 - S1 2025

Le nombre de seuils multiple de rétrocession présents dans la structuration des Management Packages est majoritairement de 3 seuils, représentant 31 % des opérations du S1 2025. Ceci illustre la volonté de rationalisation et de simplification du mécanisme de rémunération des fonds d'investissement. Cependant, les opérations présentant six seuils ou plus demeurent significatives, représentant 23 % des opérations du S1 2025.

Ces dispositifs combinent généralement des seuils fondés sur le TRI et des seuils basés sur les multiples, activés en fonction de la durée de détention de la société. En pratique, les fonds d'investissement privilégient les seuils de TRI au cours des trois premières années de détention, puis recourent à des seuils de multiples au-delà de cette période pour la mise en place des Management Packages.

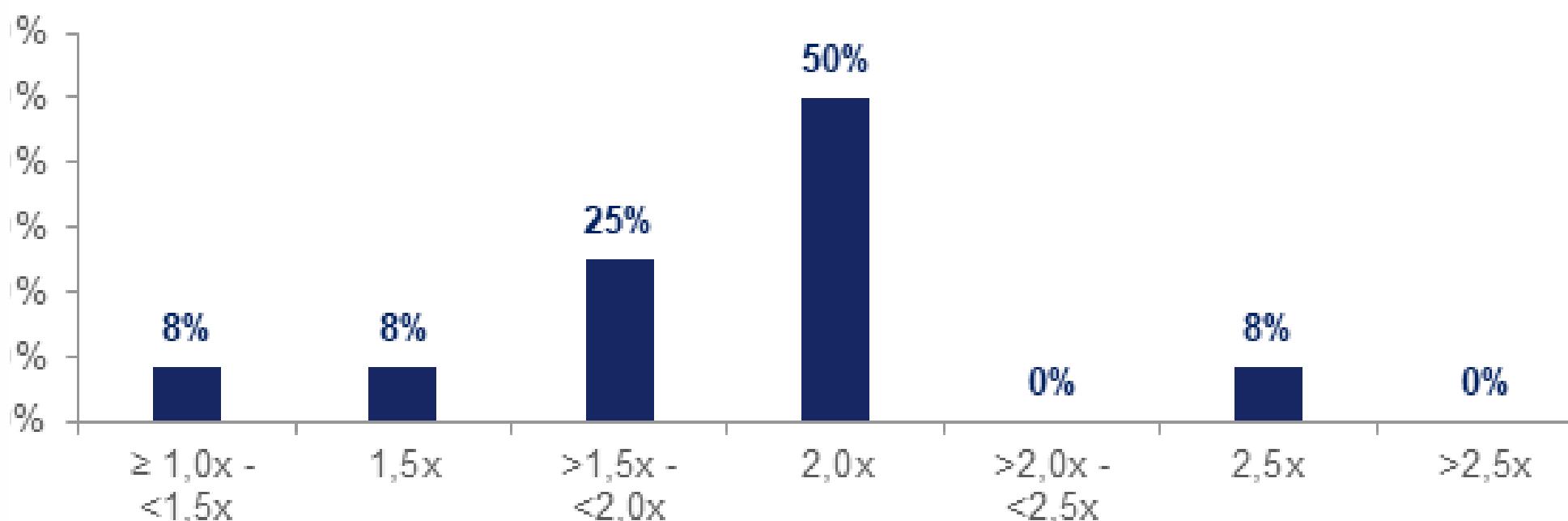
**Nombre de seuils de Multiples de rétrocession**



## Seuils Multiples – Rétrospective 2022 – S1 2025

La prépondérance du multiple de 2,0x est particulièrement marquée au S1 2025, constituant le premier seuil de rétrocession dans 50 % des opérations. On observe également une part plus importante du premier seuil de rétrocession située entre 1,0x et 1,5x durant cette période, comparativement à la période 2022-S1 2025.

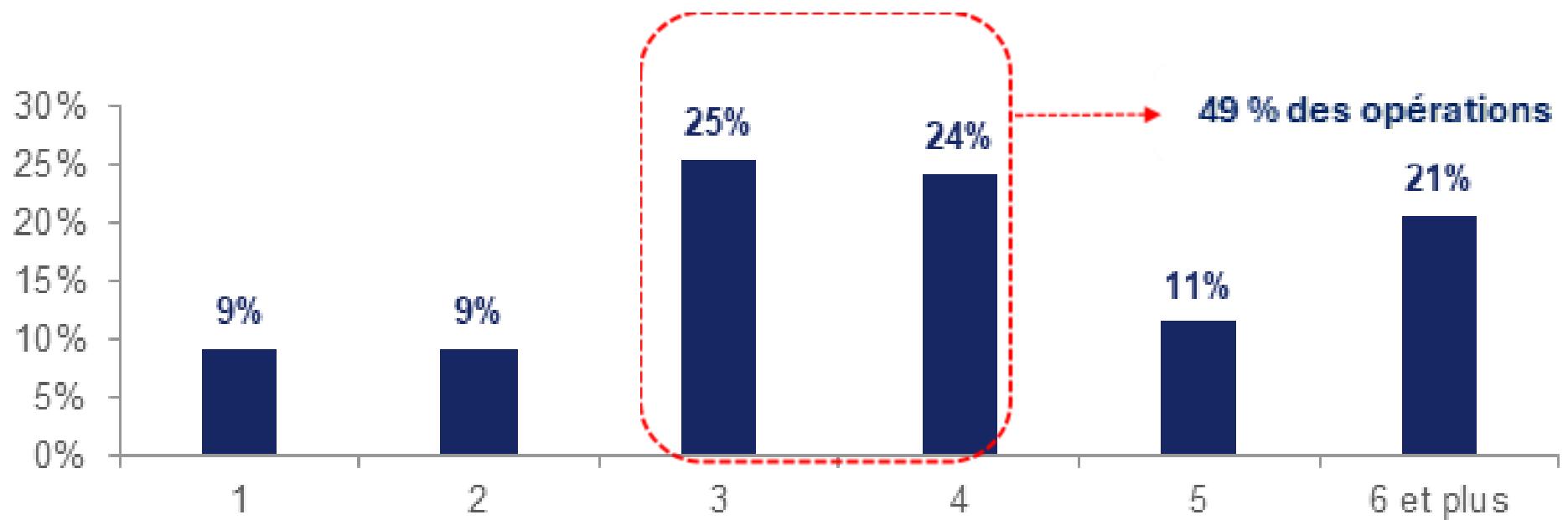
**Multiple du 1er seuil de rétrocession**



## Focus sur la période 2022-S1 2025

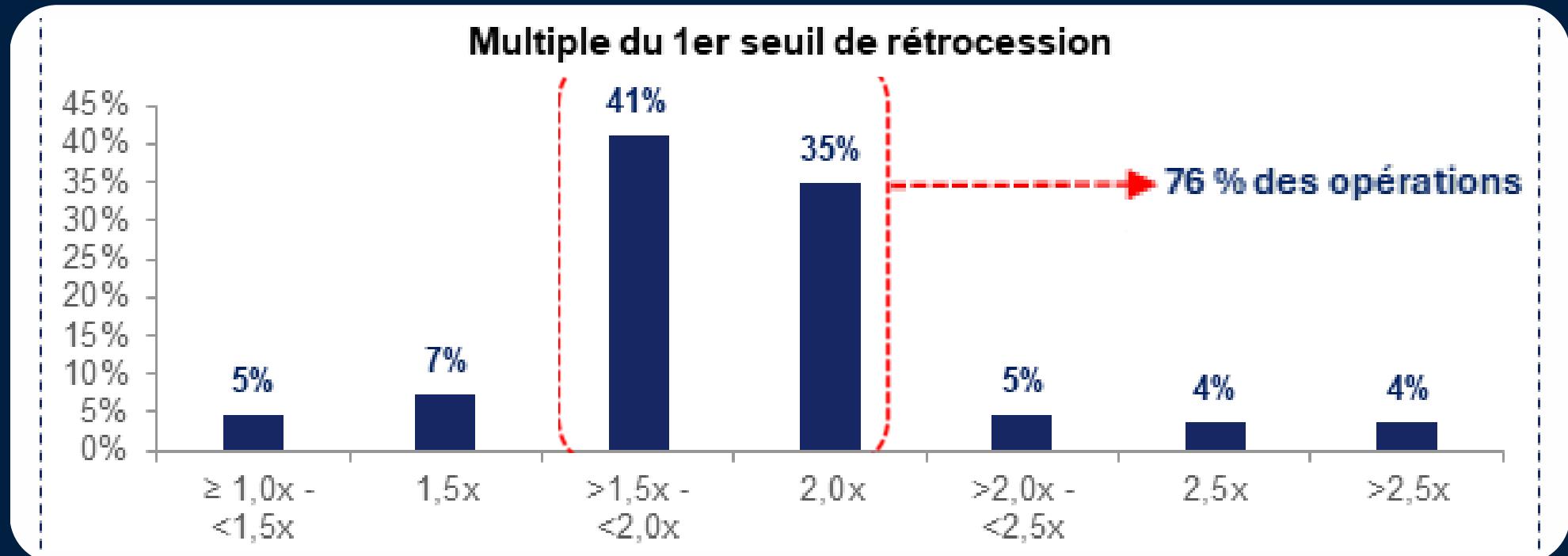
Le nombre de seuils multiple de rétrocession présents dans la structuration des Management Packages est principalement réparti entre 3 et 4 seuils, représentant près de 49 % de l'ensemble des opérations. Historiquement, ce nombre de seuils est le plus utilisé, reflétant une volonté de simplifier les mécanismes de rémunération, tout en maintenant une incitation pour les managers.

**Nombre de seuils de Multiples de rétrocession**



## Focus sur la période 2022-S1 2025

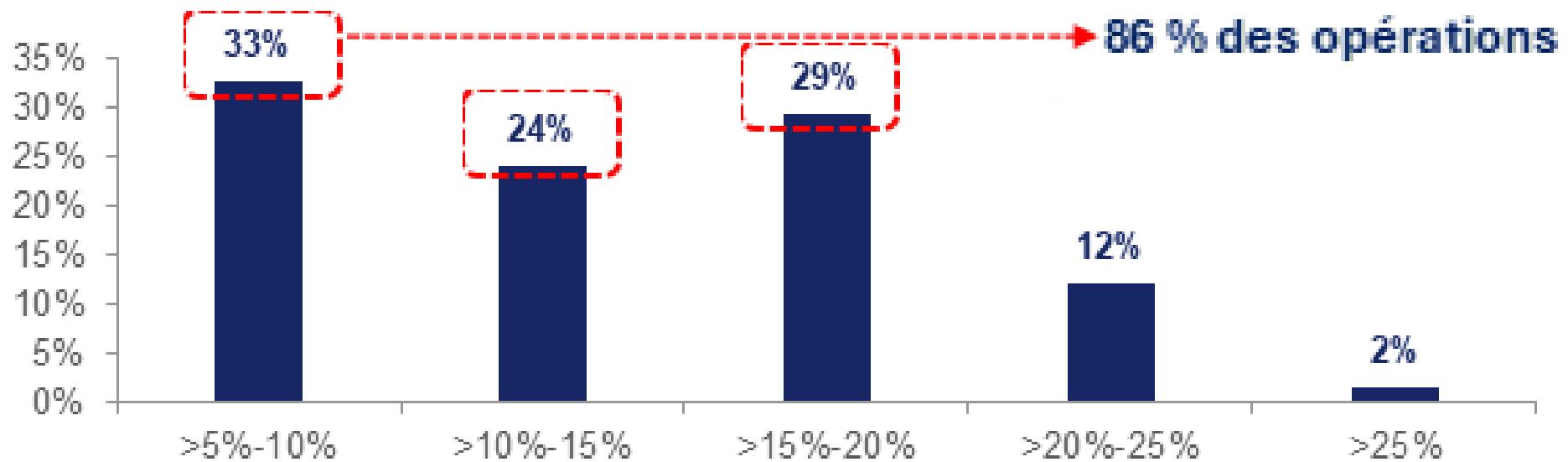
Concernant le 1er seuil multiple de rétrocession, il se situe principalement entre 1,5x et 2,0x de la valeur prévue à la sortie de l'investissement, constituant plus de 76 % de l'ensemble des transactions sur la période évaluée. A noter que le multiple de 2,0x constitue à lui seul 35 %. La prépondérance de ce multiple s'explique en partie par son équivalence avec un TRI de 15 % sur une durée d'investissement de 5 ans, qui est un critère souvent recherché par les fonds d'investissement. De plus, la moyenne du multiple du 1er seuil de rétrocession s'établit à 1,9x.



## Focus sur la période 2022-S1 2025

Historiquement, la part rétrocédée à la suite du dépassement du 1er seuil multiple se situe en majorité entre 15 et 20 %. Cela signifie que lorsque le 1er seuil de rétrocession est atteint, 15 % à 20 % de la plus-value du projet est rétrocédée aux détenteurs de Management Packages

**Part de rétrocession associé au dépassement du 1er seuil multiple**

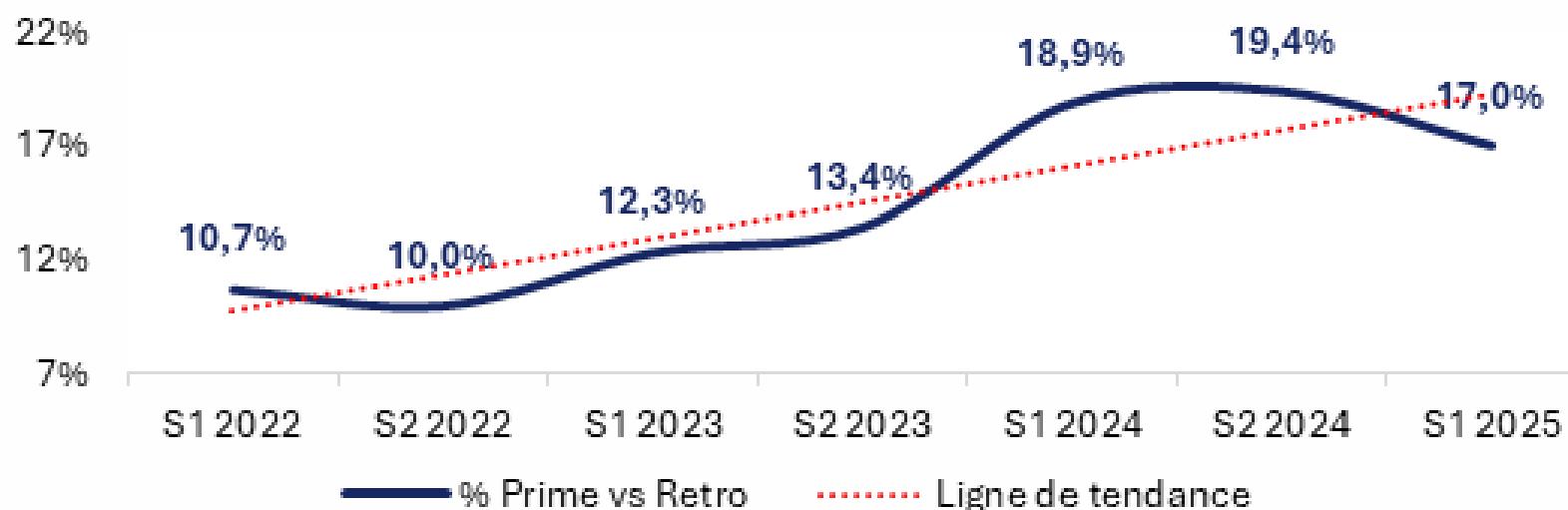


Plus globalement, 86 % de la part rétrocédée à la suite du dépassement de ce seuil se trouve entre 5 et 20 %, montrant une tendance générale dans la structuration des Management Packages. En moyenne, la part rétrocédée à la suite du dépassement du 1er seuil multiple se situe à 12,2 %.

# Conclusion sur les Management Packages

Le premier semestre 2025 marque un recul par rapport à la tendance observée en 2024. La valeur des Management Packages à l'émission, comparée à l'espérance de gain cible à la sortie, diminue après l'accélération constatée en 2024.

Prime NGFI / Rétrocession cible des MIP (2022-2025)



Ce pourcentage est passé de 13,4 % au S2 2023 à 19,4 % au S2 2024, puis s'établit à 17 % au S1 2025. La hausse de 2024 s'expliquait par une volatilité accrue des marchés et un climat économique incertain, poussant les fonds à retarder leurs sorties et à prolonger la détention de leurs participations. En ce début d'année, la stabilisation de l'environnement économique et l'atténuation de la volatilité des marchés ont contribué à la diminution de la prime des instruments. La baisse de la croissance et la prudence des investisseurs renforcent également cette tendance. Toutefois, la valeur des Management Packages continue d'osciller dans une fourchette de 10 % à 15 % de la rétrocession cible, comme observé historiquement.

# Synthèse obligations convertibles

## S1 2025

Sur le marché des obligations convertibles, le S1 2025 se distingue par une dynamique contrastée. La baisse des taux d'intérêt et de l'inflation a favorisé les émissions, tandis que la volatilité des montants et des volumes de transactions révèle une adaptation constante aux conditions de marché. Les fonds d'investissement cherchent à sécuriser leur performance, adoptant une stratégie plus prudente mais opportuniste, dans un contexte de retour progressif à des taux plus bas.

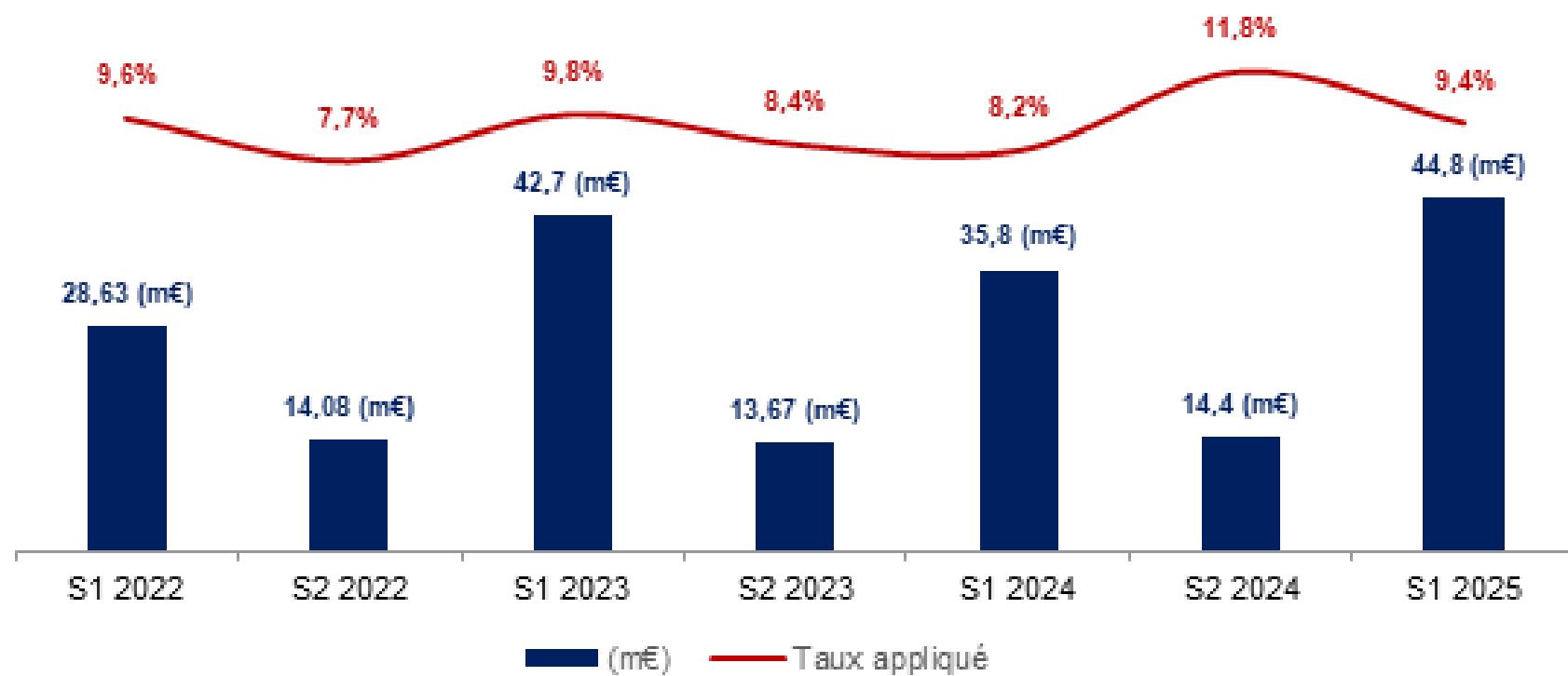
Ce semestre est également marqué par une évolution notable du poids des OC dans les bilans des entreprises, témoignant d'une volonté de renforcer la structure financière tout en profitant d'un environnement plus favorable. Les pratiques observées traduisent une recherche d'équilibre entre sécurisation des rendements et flexibilité stratégique, dans un marché en mutation.

## Analyse des opérations d'obligations convertibles

Entre 2022 et S1 2025, NG Finance a analysé l'ensemble des opérations d'obligations convertibles traitées par le cabinet. Parmi ces obligations, 47,1 % ont une maturité comprise entre cinq et huit ans, 43,1 % ont une maturité supérieure à huit ans, et seulement 9,8 % ont une maturité inférieure à cinq ans. La maturité moyenne atteint ainsi 7,6 ans. Concernant les intérêts, la tendance reste constante: 94,1 % des OC sont assorties d'intérêts capitalisés (PIK), et 5,9 % en cash ou en combinaison cash/PIK.

# Analyse des opérations d'obligations convertibles

Évolution du Montant des OC et du Taux moyen appliqué



Le poids des OC dans le bilan des entreprises évolue sensiblement. Après une forte diminution en 2024, les OC représentant moins de 10 % du passif se sont stabilisées, tandis que celles pesant plus de 20 % du passif ont augmenté. L'émission d'OC s'accompagne donc d'une augmentation de leur valeur et de leur nombre.

Sur le S1 2025, le taux moyen appliqué aux OC a fortement évolué, passant de 11,8 % à 9,4 % au cours du dernier semestre. Malgré un retour progressif à des taux d'intérêts plus bas et une inflation en baisse en 2025, le volume et le montant des transactions restent très volatiles.

À titre d'exemple, le montant moyen par opération a connu une hausse notable au S1 2025, atteignant 44,8 M€, contre seulement 14,4 M€ au S2 2024. Cette hausse importante du montant des obligations convertibles émises ce semestre peut également s'expliquer par la volonté des fonds d'investissement de sécuriser une partie de leur performance au vu des conditions de marché actuelles.

## Conclusion sur les obligations convertibles

Globalement, le marché des OC est marqué par une volatilité saisonnière concernant la valorisation des instruments. Le taux moyen appliqué reste relativement stable entre 2022 et 2025, avec une accélération au S2 2024, puis une stabilisation au S1 2025. Cette évolution résulte de plusieurs facteurs de marché, notamment la baisse de la volatilité des marchés actions et celle des taux directeurs, qui rendent plus favorables les émissions d'OC par rapport à 2024.

## À propos de NG Finance

Depuis plus de dix ans, NG Finance s'est imposé comme un acteur de référence dans le domaine de l'évaluation et de la modélisation financière, accompagnant ses clients à chaque étape de leur parcours stratégique. Cabinet indépendant, NG Finance intervient auprès de fonds d'investissement, d'entreprises et de conseils, en France et à l'international, pour structurer, valoriser et optimiser des opérations complexes, notamment dans le cadre de LBO, de restructurations ou de contentieux financiers.

L'expertise de NG Finance s'appuie sur une équipe pluridisciplinaire, composée d'associés et de consultants expérimentés, membres de réseaux professionnels reconnus (AACIF, SFAF, Oui-Global) et régulièrement sollicités pour des interventions sectorielles, des formations et des publications spécialisées. NG Finance se distingue par une approche sur mesure, intégrant les dernières évolutions réglementaires et fiscales, ainsi que les meilleures pratiques du marché.