COMPRENDRE LA THÉORIE DE L'AGENCE DANS UN CONTEXTE DE LBO

Interview de Martine Story et Olivier Meier

Martine Story

Olivier Meier

***Olivier Meier** est Professeur des Universités (Classe exceptionnelle) au LIPHA Paris Est et Directeur de l'Observatoire ASAP - Action Sociétale et Action Publique / Chaire Innovation Publique en coll. avec Polytechnique et Sciences Po Paris. Visiting Professor à Harvard Business School Europe, il enseigne la stratégie et le management à l'Université Paris Est, Paris Dauphine et Sciences Po. Il est membre du comité scientifique "Prévention & Prévoyance" de la Chaire Centrale-Supelec et membre du jury du Prix National de la Recherche en Management – SYNTEC / FNEGE. Il est l'auteur d'une soixantaine d'articles de recherche (ISSN Award, 2023; FBR Award, 2017) et de plusieurs ouvrages dont Fusions acquisitions (12 000 ex. vendus, Dunod, 2023) et Diagnostic stratégique (+ 9 000 ex. vendus, Dunod, 2022).*

*Docteure en Business Administration de l'iaelyon School of Management et du Business Science Institute, diplômée de Sciences Po Paris et de l'INSEEC, **Martine Story** a débuté sa carrière dans la chasse de têtes, avant d'intégrer le groupe helvético-suédois ABB, où elle était membre du comité de direction d'une entité de 1500 personnes.*

Rompue aux techniques de fusion-acquisition, elle est la fondatrice de 2 sociétés de conseil en reprise et cession d'entreprise, ALTHEO et EVALTEAM. Elle et ses équipes ont accompagné plus de 600 projets de transmission d'entreprise et de croissance externe pour le compte de repreneurs individuels, de PME, de groupes, de fonds d'investissement et de family offices.

Coach certifiée HEC, conférencière auprès de l'APM (Association Progrès du Management) et de Bpifrance, chercheuse associée au Business Science Institute, Martine Story est auteure d'articles sur la reprise - cession d'entreprise et co-auteure de plusieurs ouvrages : « Reprendre une entreprise » (Ed. Dunod 2023), « Reprise d'entreprise - Tout pour réussir votre négociation » (Ed. Maxima 2013), « Au-delà des mots – Guide de la communication non-verbale » (Ed. Dunod 2022) et « Croissance externe des entreprises - Les stratégies d'intégration gagnantes » (Ed. EMS 2023).

Qu'est-ce que la théorie de l'agence ? Quels en sont les principes ?

Olivier Meier : La théorie de l'agence est une approche fondamentale dans l'analyse des relations contractuelles, principalement celle entre le principal (propriétaire ou investisseur) et l'agent (dirigeant ou manager). Elle postule que dans une situation de délégation de pouvoir, l'agent est mandaté pour prendre des décisions et agir dans l'intérêt du principal. Cependant, cette délégation s'accompagne d'une asymétrie d'information et d'un conflit d'intérêt potentiel : l'agent peut être incité à poursuivre ses propres objectifs, parfois au détriment de ceux du principal.

Les principes fondamentaux de cette théorie incluent :

- *L'asymétrie d'information* : Les dirigeants possèdent souvent plus d'informations internes que les actionnaires, ce qui peut les amener à prendre des décisions qui ne reflètent pas fidèlement la situation réelle de l'entreprise.
- *Le risque de comportement opportuniste* : L'agent, privilégiant son propre intérêt, peut adopter des stratégies de court terme, maximiser ses avantages personnels (comme la rémunération) ou même cacher des informations pertinentes.
- *Les coûts d'agence* : Ce sont les coûts induits par le contrôle et la surveillance des actions de l'agent, incluant les coûts de surveillance (pour le principal) et les coûts de fidélité (pour l'agent pour prouver sa transparence et alignement aux intérêts du principal).

En appliquant ces principes, la théorie de l'agence aide à concevoir des mécanismes pour aligner les intérêts des agents avec ceux des principaux, par des contrats de performance, des primes ou des structures de gouvernance strictes.

Comment s'applique cette théorie dans le cadre particulier d'un LBO ?

Martine Story : La théorie de l'agence est particulièrement pertinente dans le cadre d'un Leveraged Buy Out (LBO), reprise d'une entreprise avec effet de levier. En effet, par le principe de séparation entre le management et la propriété, émerge une relation d'agence entre le dirigeant, en charge de la gestion de l'entreprise (l'agent) et ses investisseurs, fonds de private equity (le principal). Cette relation d'agence se caractérise par une asymétrie d'information entre le manager, qui gère les ressources de l'entreprise et détient l'information sur celle-ci, et ses actionnaires, fonds d'investissement, qui ont une vision nécessairement plus parcellaire. Or, une fois le deal réalisé, le manager peut être tenté par des comportements ou des décisions contraires aux intérêts de ses actionnaires, agissant alors dans son propre intérêt, plus que dans celui de ses investisseurs. Il peut ainsi privilégier des actions différentes de ce à quoi il s'était engagé, favorisant son enracinement au sein de l'entreprise et rendant très difficile son éviction, ou encore en prenant des décisions contraires aux intérêts de ses mandants. On parle alors ici d'aléa moral.

Comment palier les risques inhérents à une relation d'agence dans le cadre d'un LBO ?

Martine Story : Pour minimiser la relation d'agence dans le cadre d'un LBO, l'objectif consiste à aligner les intérêts du dirigeant sur ceux de ses actionnaires. Pour cela, un premier levier réside dans la détention du capital par le manager. En effet, le dirigeant devenu actionnaire, a à cœur d'être rigoureux et performant pour dégager les cash-flows nécessaires au remboursement de la dette et à la création de valeur de l'entreprise. Il partage alors les mêmes intérêts que ses actionnaires. On constate d'ailleurs que plus le taux de participation des dirigeants-entrepreneurs dans le capital de la société est élevé, plus la convergence d'intérêts entre ces derniers et les fonds d'investissement est importante.

Un deuxième levier réside dans la mise en œuvre par les fonds de private equity, de systèmes d'incitations financières du dirigeant, là aussi destinés à aligner ses intérêts sur ceux de ses mandants. On retrouve en particulier ici le mécanisme de « management package » ou « man pack ». Il s'agit d'incitations financières destinées à encourager le dirigeant à atteindre les objectifs visés. Le management package définit précisément le système d'intéressement, d'incitation financière et de partage de la plus-value du futur dirigeant. Il peut également être étendu aux cadres-clés de l'entreprise. Ce système est destiné à aligner les intérêts du dirigeant sur ceux des investisseurs, et à créer de la solidarité entre les actionnaires et le manager.

Quels sont risques induits pour les fonds de private equity ?

Olivier Meier : Les fonds de private equity, en tant qu'actionnaires majoritaires ou significatifs, sont particulièrement exposés aux coûts d'agence dans leurs relations avec les équipes de direction des entreprises qu'ils détiennent en portefeuille. En raison des asymétries d'information inhérentes, des risques spécifiques apparaissent :

- *Coûts d'agence* : Pour minimiser les déviations d'intérêt, les fonds engagent des coûts de surveillance et de contrôle souvent élevés, notamment pour assurer la conformité des décisions stratégiques avec les objectifs de rendement. Ces coûts peuvent inclure des audits internes, la mise en place

de rapports financiers rigoureux et d'autres systèmes de contrôle.

- *Mécanismes de contrôle, de reporting et latitude managériale* : Afin de limiter l'opportunisme des dirigeants, les fonds de private equity imposent souvent des mécanismes de reporting détaillés et réguliers, réduisant la latitude managériale. Cependant, cet encadrement peut également limiter l'agilité stratégique des dirigeants et leur capacité à prendre des décisions rapides, voire innovantes, ce qui peut nuire à la compétitivité de l'entreprise.

- *Risques de court-termisme* : Les fonds de private equity recherchent des retours sur investissement rapides (souvent sur des horizons de 3 à 7 ans), ce qui peut induire une focalisation sur des objectifs de performance financière à court terme. Ce risque se traduit par des pressions sur les dirigeants pour maximiser les gains immédiats, parfois au détriment de la croissance à long terme ou de l'investissement dans des projets innovants.

Ces risques soulignent l'importance de trouver un équilibre entre les exigences de contrôle stricts et une certaine flexibilité managériale pour encourager des performances pérennes.

Quels sont les impacts de la théorie de l'agence sur la gouvernance de l'entreprise ?

Olivier Meier : La théorie de l'agence influence de manière significative la conception et la structuration des modèles de gouvernance d'entreprise, en particulier en termes d'équilibre entre contrôle et confiance. Deux grandes approches se dessinent dans ce cadre :

- *Modèle actionnarial (Shareholder model)* : Ce modèle est souvent adopté par les entreprises cotées en bourse, où la gouvernance est conçue pour protéger les intérêts des actionnaires à travers des mécanismes de contrôle rigoureux (comme les conseils d'administration indépendants, les audits externes et les incitations de performance). Ici, l'objectif principal est la maximisation de la valeur actionnariale, en minimisant les comportements opportunistes des dirigeants.

- *Gouvernance basée sur la confiance (Trust-based governance)* : À l'opposé, ce modèle se fonde sur des relations de confiance entre les parties prenantes (actionnaires, dirigeants, employés, clients). Il est plus courant dans les entreprises familiales ou dans les coopératives, où le lien de long terme prime et où les dirigeants bénéficient d'une plus grande latitude stratégique. Dans ce cas, la gouvernance favorise des mécanismes de motivation et de loyauté mutuelle, moins coûteux et potentiellement plus adaptables, bien que plus risqués en raison de la réduction des systèmes de contrôle.

Ainsi, la théorie de l'agence pousse les entreprises à arbitrer entre des modèles de gouvernance orientés vers la maximisation de la valeur pour les actionnaires (nécessitant des contrôles stricts pour limiter les coûts d'agence) et des modèles basés sur la confiance, plus souples mais dépendant d'une loyauté inhérente entre les parties.

Cette relation d'agence existe-t-elle tout au long du LBO ou a-t-elle une temporalité ?

Martine Story : La théorie de l'agence vise à aligner les intérêts du manager et du fonds de private equity. Pendant la durée du deal, les intérêts du dirigeant et de l'investisseur sont globalement alignés, avec pour objectif commun de rembourser la dette et de dérouler le business plan prévu, en vue de générer les performances attendues. Mais, un moment-clé de la relation est susceptible de faire émerger une résurgence de la relation d'agence. Il s'agit du débouclage de l'opération. C'est notamment le cas lorsque le dirigeant souhaite racheter les parts du fonds d'investissement sortant ou réaliser un LBO secondaire. Dans ce cas précis, le repreneur va chercher à minimiser la valorisation de l'entreprise, alors que le fonds d'investissement aura pour objectif la maximisation de la valeur de la société. Dans cette configuration, manager et fonds d'investissement sont soumis à des enjeux antagonistes et le manager, pour arriver à ses fins, peut être tenté d'adopter des comportements favorisant l'émergence d'une relation d'agence.