

## Fonds de continuation :

### Décryptage d'un mécanisme au cœur du private equity moderne



Dans un contexte de blocage des marchés de sortie et de transformation profonde du private equity, les fonds de continuation se sont imposés comme un outil stratégique majeur. Maubourg Patrimoine décrypte leur fonctionnement, leurs enjeux et leur intérêt pour les investisseurs.

### Définition et raison d'être d'un fonds de continuation

Un fonds de continuation (« continuation fund ») est un véhicule d'investissement mis en place par une société de gestion afin de prolonger la détention de certains actifs au-delà de la durée de vie initiale d'un fonds de private equity.

En private equity, les fonds dits primaires ont une durée de vie limitée, généralement comprise entre 8 et 10 ans, parfois prorogeable de un à deux ans. À l'approche de cette échéance, le gestionnaire est tenu de liquider les participations afin de restituer le capital et les plus-values aux investisseurs (LP).

Toutefois, le calendrier juridique du fonds ne coïncide pas toujours avec :

- le cycle de création de valeur des entreprises
- le timing des marchés
- la maturité opérationnelle des actifs.

Le fonds de continuation répond précisément à ce décalage structurel entre horizon financier et horizon économique.

### **Pourquoi la cession n'est pas toujours optimale à l'échéance du fonds ?**

À l'approche de la liquidation d'un fonds primaire, plusieurs contraintes peuvent empêcher une sortie optimale :

- Absence d'événement de liquidité (IPO, cession industrielle, rachat secondaire)
- Conditions de marché défavorables (valorisations déprimées, volatilité)
- Manque d'appétit des acquéreurs potentiels
- Création de valeur encore incomplète au sein de l'entreprise.

### **Exemple**

Un fonds détient une participation dans une entreprise ayant engagé un projet stratégique majeur (ex. : internalisation du service client via la création d'un centre d'appels).

Ce type de transformation :

- génère des coûts immédiats
- nécessite du temps pour produire des gains opérationnels
- n'est pas immédiatement valorisable.

Forcer une vente à ce stade conduirait à cristalliser une valeur inférieure au potentiel réel.

### **Pourquoi les fonds de continuation se multiplient depuis deux ans ?**

**Blocage du marché des sorties** (facteur principal)

Depuis 2023–2025, les marchés de liquidité sont fortement dégradés :

✗ IPO quasi inexistantes en Europe et très sélectives aux États-Unis,

✗ M&A ralenti par :

- la hausse des taux
- le coût du financement
- l'incertitude macroéconomique,

✗ Valorisations sous pression (en particulier pour les multiples élevés)

⇒ Les fonds arrivent à échéance sans fenêtres de sortie satisfaisantes. Le fonds de continuation permet de ne pas vendre dans un mauvais marché.

### **Allongement réel des cycles de création de valeur**

Les stratégies de private equity sont devenues plus complexes :

- transformations opérationnelles profondes
- stratégies buy-and-build longues
- enjeux ESG, digitaux, réglementaires,
- réindustrialisation, relocalisation, etc.

Le cycle économique réel dépasse souvent la durée juridique des fonds.

⇒ Le fonds de continuation réconcilie le temps industriel et le temps financier.

### **Maturité du marché secondaire** (« dry powder » abondante)

Le marché secondaire a connu une explosion des capitaux disponibles :

- fonds secondaires institutionnels massifs
- investisseurs spécialisés dans les « continuation vehicles »
- LP à la recherche de rendements décorrélés et plus visibles.

⇒ Les fonds de continuation offrent des actifs déjà identifiés, un risque de sélection réduit et un horizon plus court.

### **Pression sur la performance des fonds**

Dans un contexte de rendements attendus élevés, de dispersion accrue des performances et de levées de fonds plus difficiles, les GP cherchent à protéger les TRI, éviter des sorties destructrices de valeur et lisser les performances entre millésimes.

⇒ Le fonds de continuation est un outil de gestion active de la performance.

**Quand les sorties se raréfient, la durée devient un actif. Le fonds de continuation est l'outil qui permet de l'exploiter.**

## **Mécanisme de fonctionnement d'un fonds de continuation**

### **Étape 1 – Sélection des actifs**

La société de gestion identifie une ou plusieurs participations :

- à fort potentiel résiduel
- mais nécessitant encore du temps pour atteindre leur maturité,
- souvent des actifs « core » du portefeuille.

### **Étape 2 – Création d'un nouveau véhicule**

Un nouveau fonds de continuation est créé, distinct juridiquement du fonds initial. Ce fonds rachète les participations ciblées au fonds primaire, à un prix déterminé selon une valorisation indépendante et un processus de marché (souvent avec un investisseur secondaire).

### **Étape 3 – Choix offert aux investisseurs historiques (LP)**

Les LP du fonds initial disposent généralement d'un choix explicite :

- Sortir : ils cèdent leurs parts et récupèrent leur capital (liquidité),
- Rester investis : ils réinvestissent leur quote-part dans le fonds de continuation (roll-over).

Ce mécanisme introduit une optionnalité précieuse pour les LP, rare dans le private equity traditionnel.

## **Que devient le carried interest initial ?**

Dans un fonds de continuation bien structuré, le carried du fonds initial est cristallisé, neutralisé ou transféré afin d'éviter tout double prélèvement sur la même création de valeur.

### **4 grands modèles de traitement du carried initial**

#### **① Cristallisation du carried au moment de la transaction**

La valorisation servant au transfert des actifs déclenche le calcul du carried du fonds initial comme si la participation était effectivement vendue.

Le GP perçoit tout ou partie du carried déjà acquis ou le place en escrow (compte bloqué).

#### **② Roll-over du carried dans le fonds de continuation**

Le GP ne perçoit pas immédiatement son carried initial, le réinvestit dans le fonds de continuation souvent aux mêmes conditions économiques que les LP.

Cela crée un alignement très fort et un signal de confiance du GP.

### **③ Réduction & renonciation partielle au carried initial**

Le GP accepte une décote sur le carried acquis ou un paiement différé en contrepartie d'une transaction plus fluide, d'une valorisation acceptable et d'une gouvernance apaisée.

### **④ Extinction du carried initial et redémarrage d'un nouveau carried**

Le carried du fonds initial est définitivement arrêté, remplacé par un nouveau carried dans le fonds de continuation.

Ce nouveau carried est généralement plus faible (ex. 10–15 %), soumis à un hurdle plus exigeant, souvent calculé uniquement sur la valeur incrémentale.

### **Ce que refusent désormais les LP (ligne rouge)**

**✗** Un GP qui conserve pleinement son carried initial et perçoit un carried intégral dans le fonds de continuation sur la même base de valeur.

C'est considéré comme un conflit d'intérêts majeur, une mauvaise gouvernance, un deal non investissable.

### **Bonnes pratiques attendues aujourd'hui**

Les standards de marché incluent une valorisation indépendante, un comité LP & advisory board, une disclosure complète du traitement du carried, un mécanisme évitant tout double prélèvement et un alignement économique clair GP / LP.

### **Intérêt stratégique du fonds de continuation pour la société de gestion (GP)**

Pour le GP, le fonds de continuation présente plusieurs avantages majeurs :

#### **✓ Optimisation de la création de valeur**

- Poursuite de la stratégie industrielle
- Evitement d'une sortie contrainte,
- Alignement avec le véritable cycle de l'actif.

#### **✓ Crédibilité et signal positif**

- Le GP démontre sa conviction sur la qualité des actifs
- Il accepte souvent une révision à la baisse des frais ou du carried interest
- Il aligne davantage ses intérêts avec ceux des investisseurs.

#### **✓ Gestion du risque réputationnel**

Forcer une cession prématurée peut :

- Dégrader la performance finale du fonds
- Nuire à la relation avec les LP,
- Affecter la capacité de levée future.

Le fonds de continuation est donc aussi un outil de gestion du risque relationnel.

## **Intérêt pour les investisseurs (LP)**

### **Pour les LP sortants**

- Accès à une liquidité anticipée,
- Réduction du risque de timing
- Sécurisation de la performance acquise.

### **Pour les LP entrants** (« roll-over »)

- Exposition à des actifs déjà identifiés, analysés et éprouvés
- Réduction du risque de sélection (« blind pool risk »)
- Horizon d'investissement plus court et plus lisible.

## **Avantages spécifiques des fonds de continuation**

### **1 Maturité plus courte**

Les fonds de continuation ont généralement une durée résiduelle de 3 à 6 ans (contre 8 à 10 ans pour un fonds primaire).

Cela améliore la visibilité sur les flux et la rotation du capital.

### **2 Qualité accrue des actifs**

Historiquement, les fonds de continuation accueillait surtout des actifs en difficulté ou sous-performants. Aujourd'hui, la tendance s'est inversée. Ils concentrent souvent les meilleures participations du portefeuille encore non arrivées à pleine maturité.

### **3 Structure de frais plus attractive**

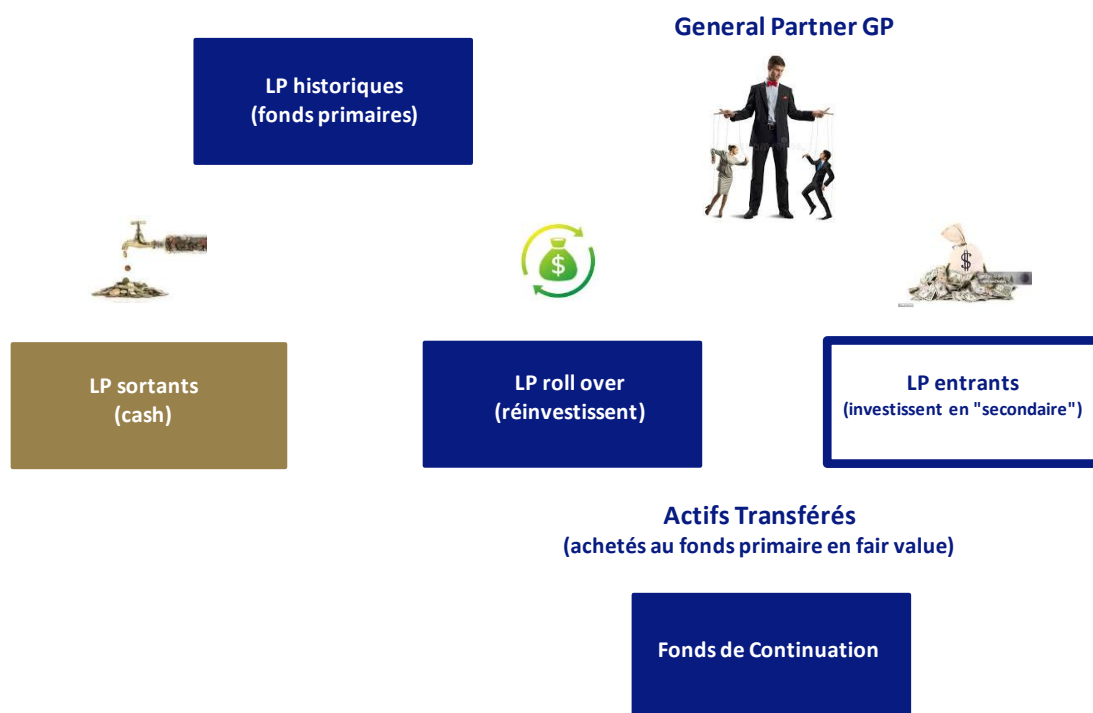
Pour attirer de nouveaux investisseurs et inciter les LP historiques à rester les frais de gestion sont généralement réduits, le carried interest est revu à la baisse ou assorti de nouveaux seuils de performance et les frais d'acquisition sont limités (actifs déjà en portefeuille). Cela améliore mécaniquement la rentabilité nette pour les LP.

## Points de vigilance pour GP et LP

- ✗ Gestion des conflits d'intérêts (le GP est vendeur et acheteur),
- ✗ Transparence du processus de valorisation,
- ✗ Équité de traitement entre LP sortants et entrants,
- ✗ Gouvernance renforcée.

La crédibilité du mécanisme repose sur une exécution irréprochable.

## Schéma récapitulatif :



## Vous souhaitez contacter nos conseillers ?

✉ [info@maubourg-patrimoine.fr](mailto:info@maubourg-patrimoine.fr)

☎ 01.42.85.80.00